
INFORME DE LA
JUNTA DIRECTIVA
AL CONGRESO DE
LA REPÚBLICA

ISSN-1657-799X



07/
2021



Julio de 2021

INFORME DE LA
JUNTA DIRECTIVA
AL **CONGRESO DE**
LA REPÚBLICA

Banco de la República
Bogotá, D. C., Colombia

ISSN - 1657 - 799X



JUNTA DIRECTIVA

Presidente

José Manuel Restrepo
Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

Carolina Soto Losada
Roberto Steiner Sampedro
Mauricio Villamizar Villegas
Bibiana Taboada Arango
Jaime Jaramillo Vallejo

Gerente General

Leonardo Villar Gómez



Bogotá, agosto 3 de 2021

**Señores
PRESIDENTES Y DEMÁS MIEMBROS
Honorable Comisiones Terceras
Constitucionales permanentes
Senado de la República
Cámara de Representantes**

Estimados señores:

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5° de la Ley 31 de 1992, presenta a consideración del honorable Congreso de la República su Informe al Congreso en el cual se detallan las medidas que ha tomado el Banco de la República en el marco de la emergencia generada por el Covid-19 y se presentan los resultados macroeconómicos del primer semestre de 2021 y las perspectivas para lo que resta del año. Adicionalmente, se describe la composición de las reservas internacionales y su rendimiento, la situación financiera de la Entidad y sus proyecciones, y la evolución de los pagos en la economía colombiana.

Con un atento saludo,



**Leonardo Villar Gómez
Gerente General**

Contenido

01 Resumen ejecutivo /9

- 02** Entorno macroeconómico y respuesta del Banco de la República /18
- 2.1 Evolución y perspectivas de la actividad económica y el mercado laboral /20
 - 2.2 Evolución y perspectivas de la inflación /26
 - 2.3 Evolución y perspectivas de la balanza de pagos /30
 - 2.4 Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional /31
 - 2.5 Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito /35
 - 2.6 Evolución y perspectivas de la situación fiscal /44
-

- 03** Reservas internacionales /47
- 3.1 Indicadores de reservas /48
 - 3.2 Composición del portafolio de inversión /49
 - 3.3 Rentabilidad de las reservas /50
 - 3.4 Medidas para fortalecer la liquidez internacional /51
-

- 04** Situación financiera del Banco de la República /54
- 4.1 Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general) /54
 - 4.2 Estado de resultados (PyG) /56
 - 4.3 Proyección para 2021 /59
-

- 05** Los pagos en la economía colombiana /61
- 5.1 Provisión de efectivo demandado por la economía /61
 - 5.2 Pagos en el mercado de bienes y servicios /63
 - 5.3 Pagos en los mercados de activos financieros /65
 - 5.4 Acciones y apoyos en regulación /66
-

Sombreado 1: Base monetaria y M3 /68

Sombreado 2: Balance externo de Colombia en el primer trimestre de 2021 /70

Sombreado 3: Las economías departamentales en 2020 /74

Sombreado 4: Participación del Banco de la República en el Banco de Pagos Internacionales /76

Recuadro 1: Cuentas nacionales trimestrales por sector institucional /78

Recuadro 2: Crédito directo del banco central al gobierno /82

Anexo: Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales /84

Índice de gráficos

Gráfico 2.1 Producto interno bruto /20

Gráfico 2.2 Población ocupada por dominio geográfico /23

Gráfico 2.3 Ocupados según tipo de empleo /24

Gráfico 2.4 Tasa de desempleo por dominios /24

Gráfico 2.5 Tasa de desempleo por grupos poblacionales /25

Gráfico 2.6 Inflación total y básica /26

Gráfico 2.7 Crecimiento económico /32

Gráfico 2.8 A. Precios de algunos bienes básicos exportados por los países de la región /B. Exportaciones reales mundiales y tráfico de contenedores /33

Gráfico 2.9 Costo de transporte marítimo internacional de contenedores /33

Gráfico 2.10 Índice de volatilidad en los mercados financieros internacionales, tasa de cambio nominal y prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunas economías de la región /35

Gráfico 2.11 Tasa de cambio nominal /37

Gráfico 2.12 Índices de tasas de interés en algunas economías de Latinoamérica /37

Gráfico 2.13 Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria /37

Gráfico 2.14 Cartera y desembolsos sobre PIB /39

Gráfico 2.15 Indicadores de percepción de oferta y demanda para los establecimientos de crédito /39

Gráfico 2.16 Dinámica de la cartera por modalidad /40

Gráfico 2.17 Composición del activo de los establecimientos de crédito /40

Gráfico 2.18 Tasa de política y tasas de interés activas /41

Gráfico 2.19 Crecimiento real anual del fondeo /41

Gráfico 2.20 Tasa de política, IBR y tasas de interés pasivas /41

Gráfico 2.21 Calidad de la cartera y cubrimiento /42

Gráfico 2.22 Indicadores de Solvencia y Liquidez de los establecimientos de crédito /42

Gráfico 2.23 ROA /43

Gráfico 2.24 Solvencia total para diferentes choques del ICR por modalidad /43

Gráfico 2.25 Activo de las instituciones financieras no bancarias /44

Gráfico 2.26 Activo total de los fondos de inversión colectiva /44

Gráfico 2.27 Déficit fiscal del Gobierno Nacional Central /45

Gráfico 2.28 Deuda bruta del Gobierno Nacional Central /45

Gráfico 3.1 Composición de las reservas internacionales brutas /48

Gráfico 3.2 Composición del portafolio de inversión por sectores /49

Gráfico 3.3 Distribución de las inversiones por calificación crediticia /49

Gráfico 3.4 Composición cambiaria del portafolio de inversión /50

Gráfico 3.5 Rentabilidad histórica de las reservas internacionales /50

Gráfico 3.6 Tasas de los bonos de gobierno de corto plazo (2 años) /51

Gráfico 5.1 Valor nominal del efectivo en circulación a fin de año /62

Gráfico 5.2 Valor real del efectivo en circulación a fin de año /62

Gráfico 5.3 Suministro de billetes por parte del Banco de la República /62

Gráfico 5.4 Entradas de billetes al Banco de la República /63

Gráfico 5.5 Crecimiento anual real del efectivo en circulación /64

Gráfico 5.6 Circulación de billetes (enero 2019 – junio 2021) /65

Gráfico 5.7 Suministro de billetes por parte del Banco de la República, 2019–2021 /65

Índice de cuadros

Cuadro 2.1 Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica /21

Cuadro 2.2 Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto /22

Cuadro 2.3 Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica /27

Cuadro 2.4 Saldos de inversiones expuestas a riesgo de mercado de las entidades financieras /45

Cuadro 2.5 Uso de Recursos del Fondo de Mitigación de Emergencias (FOME) /46

Cuadro 4.1 Estado de situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico /55

Cuadro 4.2 Estado de resultados del Banco de la República, enero-junio /57

Cuadro 4.3 Rendimiento de las inversiones de las reservas internacionales /58

Cuadro 4.4 Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2021 /60

Cuadro 5.1 Pagos electrónicos, personas naturales y jurídicas /65

Índice de diagramas

Diagrama 5.1 Salidas de efectivo del Banco de la República por canal en 2020 /61

01 / Resumen ejecutivo

En el primer trimestre de 2021 la economía colombiana alcanzó un crecimiento mayor que el esperado, liderado por el fortalecimiento de la demanda interna, la cual estuvo impulsada por la reactivación tanto del consumo como de la inversión. A esto se sumó el repunte trimestral de las exportaciones, como respuesta a la mejora de los términos de intercambio y a la recuperación de la demanda externa. Este crecimiento continuó en abril, según lo reportó el DANE por medio del índice de seguimiento económico (ISE desestacionalizado y ajustado por días calendario -DAEC-), a pesar de las restricciones a la movilidad impuestas en algunas ciudades debidas al rebrote de la pandemia. Los paros y los bloqueos a las vías ocurridos en mayo interrumpieron ese buen dinamismo, al producirse una variación mensual de -5,8% de la actividad económica, según la estimación del ISE DAEC para ese mes. A pesar de ello, el buen desempeño económico hasta abril justificó una revisión al alza del pronóstico de crecimiento del PIB para 2021 por parte del equipo técnico del Banco. Analistas nacionales y extranjeros también ajustaron al alza sus estimaciones de crecimiento para el presente año. La incertidumbre que rodea estos pronósticos es elevada, lo cual hace necesario sopesar factores positivos y negativos de los cuales depende el resultado final.

Entre los factores positivos de origen interno que han contribuido a impulsar la recuperación de la actividad económica cabe mencionar: la apertura de las diferentes actividades productivas, las mejoras en la confianza de los consumidores y empresarios, una política monetaria expansiva, condiciones crediticias amplias, una política fiscal orientada a soportar el ingreso de los hogares y las firmas, y los avances en el Plan de Vacunación. A esto se sumaron factores externos favorables, como el mejor desempeño de los socios comerciales y la recuperación de los términos de intercambio debida, principalmente, al incremento de los precios del petróleo.

Varios de estos factores están sujetos a contingencias. Por ejemplo, el equipo técnico supuso que no se impondrán nuevas restricciones a la movilidad y que la actividad económica no volverá a verse impactada por problemas de orden público ni bloqueos similares a los ocurridos en mayo. Por otra parte, como lo ha advertido la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), el espacio para que la política monetaria pueda seguir apoyando la recuperación de la actividad económica y el empleo se vería reducido de no lograrse un ajuste de las finanzas públicas que garantice su sostenibilidad y le permita al Gobierno mantener acceso a fuentes de financiamiento a costos razonables. Igualmente, se requiere asegurar la reapertura total de todos los sectores de la economía. En el frente externo la incertidumbre en materia de actividad económica mundial continúa siendo elevada, particularmente por lo que implican las nuevas cepas del virus. Las interrupciones en las cadenas globales de suministro podrían seguir afectando o limitando la expansión de la producción industrial, ejerciendo presiones al alza sobre la inflación a escala global. Finalmente, surge el riesgo de condiciones financieras internacionales más apretadas ante las presiones inflacionarias en los Estados Unidos y otras economías desarrolladas.

En las secciones que siguen se amplían y complementan los puntos mencionados, los cuales se desarrollarán con mayor detalle en el cuerpo de *Informe*.

La respuesta del Banco de la República a la pandemia del Covid-19

Las decisiones de política monetaria por parte del Banco de la República se rigen por el esquema de inflación objetivo con tasa de cambio flexible que se adoptó a finales de 1999. Dentro de este esquema el manejo de la política monetaria ha sido cohe-

rente con el cumplimiento de la meta de inflación del 3 % anual y con un crecimiento del producto alrededor de la capacidad potencial de la economía. Ello ha permitido anclar las expectativas de inflación alrededor de la meta y ejecutar una política monetaria contracíclica, lo que ha contribuido a la estabilidad macroeconómica del país. La flexibilidad de la tasa de cambio, como elemento fundamental del esquema de inflación objetivo, ha sido esencial para lograr los ajustes económicos requeridos ante los choques que la economía colombiana ha recibido durante los últimos años.

En el contexto de dicho esquema, la JDBR actuó de manera rápida y contundente para mitigar los efectos económicos de la pandemia, como se explicó de forma detallada en el *Informe al Congreso* de marzo.

Las acciones del Banco se concentraron en tres objetivos fundamentales orientados a: 1) proteger el sistema de pagos; 2) estabilizar el mercado cambiario y el de deuda pública y privada, y 3) asegurar que el crédito continuara fluyendo a la economía. Para todo esto el Banco aumentó significativamente la provisión de liquidez mediante la ampliación de montos, contrapartes y colaterales admisibles de sus operaciones repo, las compras definitivas de títulos públicos y privados, y la reducción del encaje legal. Igualmente, realizó ventas de dólares *forward* con cumplimiento financiero y *Swaps* de dólares para ampliar las coberturas y proveer liquidez en dólares, con el propósito de reducir la presión en el mercado cambiario. Por otra parte, reforzó la posición de liquidez internacional del país mediante la compra de reservas internacionales y la renovación y ampliación de la línea de crédito flexible (LCF) con el Fondo Monetario Internacional (FMI), lo cual contribuyó a reducir la incertidumbre sobre la financiación externa del país y su capacidad de atender los pagos externos.

De igual forma, el Banco enfocó sus esfuerzos en apoyar la reactivación de la actividad económica. Para ello redujo la tasa de interés de política en 250 puntos básicos (pb), desde un nivel inicial del 4,25 % en febrero al 1,75 % en septiembre de 2020, ubicándola en un mínimo histórico. Adicionalmente, redujo el encaje promedio del 7 % al 5 %, lo cual reforzó los incentivos a la intermediación financiera y liberó recursos a la economía de manera permanente.

Estas políticas lograron alcanzar los objetivos propuestos. Los mercados de deuda pública y privada se estabilizaron y las presiones sobre la tasa de cambio se aliviaron, mientras que el sistema de pagos continuó funcionando adecuadamente. La reducción de la tasa de interés de política se transmitió a las distintas modalidades de crédito de la economía en proporciones elevadas, al tiempo que la oferta de crédito se mantuvo, y en algunos casos se incrementó. Ello contribuyó a crear las condiciones apropiadas para impulsar la recuperación de la actividad económica observada a partir del segundo semestre de 2020.

En lo corrido de 2021 la persistencia de amplios excesos de capacidad productiva y una inflación y expectativas cercanas a la meta han permitido mantener la postura expansiva de la política monetaria. Hacia adelante, el grado de estímulo que la política monetaria continúe proveyendo a la economía estará determinado por el comportamiento de la inflación y sus expectativas con respecto a la meta, por la evolución de los excesos de capacidad productiva, por las condiciones financieras externas e internas, y por los avances en la consolidación fiscal.

Entorno macroeconómico internacional

Luego de una contracción del 3,2 % en 2020, el FMI prevé una recuperación de la economía mundial de alrededor del 6 % en 2021, cifra que supera los pronósticos iniciales. Las políticas monetarias y fiscales expansivas de las principales economías han sido un factor importante para impulsar dicha recuperación, así como lo han hecho el progreso en la vacunación y los avances en la reapertura de varias de las grandes

economías del mundo. La evolución de la pandemia ante el surgimiento de nuevas cepas del virus sigue siendo una fuente importante de incertidumbre.

La heterogeneidad en la velocidad de recuperación entre regiones y países es notoria, dependiendo de las diferencias en el impacto de la pandemia, la cobertura y velocidad de la vacunación contra el virus, además de la capacidad de respuesta de los países frente a la crisis. Entre las economías desarrolladas se destaca la buena dinámica de los Estados Unidos, para el cual el FMI pronostica un crecimiento del 7,0% este año. Dentro de los países emergentes sobresale China, con un crecimiento esperado del 8,1% para 2021.

En el caso de América Latina y el Caribe, el FMI pronostica una recuperación del 5,8% en 2021, luego de la caída observada del 7,0% en 2020. También, en esta región se prevén diferencias de crecimiento entre países, con un ritmo de recuperación moderado para Brasil, y uno elevado para Perú. Varios de estos países se verían beneficiados por la mayor demanda de sus exportaciones y mejores precios de las materias primas; entre estos se encuentran algunos de los principales socios comerciales de Colombia.

La recuperación del comercio exterior se ha dado en un contexto de aumento en los costos de los servicios logísticos de transporte y deterioros en las cadenas de suministro, lo que ha generado presiones sobre la inflación global. Esta situación ha impulsado al alza los precios internacionales de insumos y productos, incluyendo el petróleo, los minerales y los alimentos.

Actividad económica

La actividad económica durante el primer trimestre del año mostró un dinamismo superior al esperado por el equipo técnico del Banco de la República, al registrarse una expansión del 1,1% anual, equivalente a un crecimiento del 2,0% anual en la serie DAEC. Este crecimiento estuvo impulsado por la continuidad de la apertura de diversos sectores productivos, el mejor desempeño de los socios comerciales, las medidas fiscales de apoyo a hogares y empresas, y la política monetaria de carácter expansivo. Estos factores, junto con el aumento en la confianza de consumidores y empresarios, contribuyeron a un notable fortalecimiento de la demanda interna, con un papel preponderante del consumo privado y la inversión en vivienda.

Las exportaciones totales también hicieron un aporte importante a la recuperación trimestral, al lograr una visible mejora frente a las caídas de los trimestres anteriores, a pesar de que sus niveles continuaron por debajo de los registrados antes de la pandemia.

Este buen desempeño se mantuvo en abril, a pesar de las restricciones a la movilidad impuestas en algunas ciudades ante el rebrote de la pandemia. Fue así como el ISE DAEC estimó para abril un incremento anual de la actividad económica del 29,3%, al compararse con la baja base estadística del mismo mes de 2020. No obstante, algunos sectores, como comercio, transporte y alojamiento, se vieron negativamente afectados por las restricciones mencionadas.

La tendencia de recuperación de la actividad económica se interrumpió debido a los bloqueos a las vías y a los graves problemas de orden público ocurridos en mayo. Esta situación afectó el funcionamiento de las cadenas de suministro, dificultando el abastecimiento de alimentos e insumos para la industria en diversas ciudades, al igual que el comercio exterior. Numerosos procesos productivos se vieron perjudicados y se presentaron alzas de precios. Por otra parte, el tercer rebrote de la pandemia se agudizó, con un aumento sensible de contagios y de fallecimientos. Todo ello se reflejó en una desaceleración de la actividad económica en mayo, que el ISE estimó en el -5,8% frente al mes de abril, lo que también redujo el crecimiento anual de la actividad económica al 13,4%, frente al 29,3% de abril.

Pasado el momento más crítico en materia de orden público y con la reapertura de los sectores productivos, cabe esperar que el PIB retome una tendencia creciente en el segundo semestre. La recuperación de la confianza de consumidores y empresarios (que empezó a vislumbrarse en las encuestas de junio), además de los avances en el Plan de Vacunación, contribuirían a fortalecer la demanda interna, con recuperaciones del consumo y la inversión. Adicionalmente, se espera un impulso proveniente de los mayores precios del petróleo y de importantes esfuerzos del sector público en materia de infraestructura. La política monetaria expansiva, las condiciones crediticias internas favorables y el soporte del Gobierno al ingreso de los hogares y firmas reforzarían esta tendencia. También, se prevé que la demanda externa continúe recuperándose, estimulada por el mayor crecimiento de los socios comerciales y la mejora en los términos de intercambio. Estos factores y el buen resultado del primer trimestre llevaron al equipo técnico a revisar al alza la proyección de crecimiento del PIB para 2021 hacia el 7,5 %, pero sujeto a los riesgos mencionados.

Empleo

En el primer semestre de 2021 el empleo desaceleró su ritmo de recuperación y las tasas de desempleo continuaron en niveles particularmente altos. Esto, en parte, se explica por el surgimiento de nuevas olas de contagio del Covid-19, las cuales hicieron necesario acudir a medidas de restricción a la movilidad y acentuaron el temor de los ciudadanos a retomar sus actividades normales. A esto se sumó la situación de bloqueos y de orden público, las cuales afectaron la recuperación de la actividad productiva y la generación de empleo. Con todo esto, a mayo el número de ocupados en el total nacional era inferior en un 1,3 % (272.000 empleos) a los niveles de diciembre de 2020; mientras que en las trece ciudades el número de empleos era relativamente similar. Estas cifras implican que a mayo solo se había recuperado un 72 % (cerca de 4,2 millones) de los empleos perdidos desde el inicio de la pandemia.

En los últimos meses también se observó que el trabajo no asalariado e informal, el cual venía liderando la recuperación del empleo urbano en la segunda mitad de 2020, redujo su ritmo de crecimiento. En contraste, los segmentos asalariado y formal del mercado laboral mantuvieron una tendencia creciente. A pesar de ello, con cifras a mayo de 2021¹, el segmento asalariado continuó mostrando una recuperación menor del número de empleos perdidos desde el inicio de la pandemia (64,7 %) si se compara con el no asalariado (79,2 %). Un comportamiento similar se observó al descomponer el empleo urbano entre los segmentos formal e informal. En este caso, el segmento formal, a pesar de haber recuperado una menor proporción de empleos perdidos, se mostró más dinámico en los últimos meses. La gradual recuperación del empleo formal también se confirma por la información proveniente de los registros administrativos, como es el caso de la planilla integrada de liquidación de aportes (PILA), la cual a abril mostró un aumento progresivo de los cotizantes a pensión.

Los picos de la pandemia también implicaron una disminución de la oferta laboral; sin embargo, debido a la mayor caída de la ocupación las tasas de desempleo dejaron de caer e, inclusive, registraron leves aumentos. De esta manera, en mayo la tasa de desempleo nacional mensual desestacionalizada se ubicó en un 15,2 %; es decir, 0,8 pp por encima de su registro de diciembre pasado, mientras que la tasa de desempleo urbana se mantuvo inalterada en el 16,5 %. Teniendo en cuenta las proyecciones en materia de actividad económica, se espera que la tasa de desempleo nacional continúe disminuyendo de forma muy gradual.

1 Al cierre de este *Informe* se conocieron los datos de empleo correspondientes a junio de 2021, los cuales no se incluyen en esta edición.

Inflación y política monetaria

La tasa de inflación en 2020 cerró en 1,61%, nivel inferior a la meta del 3,0% y más del 50% por debajo de la inflación registrada en 2019 (3,8%). Las presiones bajistas que dominaron la trayectoria de la inflación durante el año anterior tuvieron origen en la caída de la demanda agregada, en los excesos de capacidad productiva, en la baja transmisión de la depreciación de la moneda a los precios y en el efecto de los alivios temporales de impuestos y tarifas. La inflación anual siguió disminuyendo hasta llegar al 1,51% a finales de marzo, debido a que los excesos de capacidad productiva y demás factores bajistas continuaron vigentes, a pesar del repunte en el crecimiento económico durante el primer trimestre.

Esta tendencia se revirtió en el segundo trimestre, para terminar en junio con una inflación anual del 3,63%, la cual supera la meta de inflación. Este cambio en la tendencia inflacionaria se explica parcialmente por la base baja de comparación del segundo trimestre de 2020, lo que estaba previsto. No obstante, otros factores que entraron en juego hicieron que esta reversión fuera más marcada de lo esperado. Estos provinieron de los bloqueos viales, los cuales generaron un significativo aumento de los precios de los alimentos perecederos, debido a las dificultades de abastecimiento en diversas ciudades, a lo que se sumó la presión al alza de los precios de la proteína animal por aumento en sus costos de producción y reducciones de la oferta. Por otra parte, el incremento en los precios internacionales de los bienes básicos y las materias primas, debido a las dificultades en las cadenas globales de suministros y problemas logísticos de transporte, acentuó la presión alcista sobre los precios. La variación anual del grupo de regulados también se aceleró, a causa del retiro parcial de los alivios a las tarifas de servicios públicos otorgados en 2020 y del aumento en el precio de los combustibles, presionado por el incremento de los precios internacionales del petróleo.

La inflación básica, medida como la inflación anual sin alimentos ni regulados, siguió un patrón similar al de la inflación total, aunque considerablemente más suave. Luego de terminar 2020 en un nivel del 1,11%, continuó descendiendo hasta el 0,94% anual en marzo, y repuntó hasta el 1,87% en junio. Aunque algunos componentes de la canasta básica fueron afectados por los mismos factores que influyeron sobre la inflación total, su mayor estabilidad se explica por el hecho de que esta medida de inflación excluye alimentos y regulados, renglones en donde se concentró la presión alcista sobre los precios. Dicha presión no provino de excesos de demanda, pues en la economía persisten excesos de capacidad productiva, sino de faltantes de oferta. Esto fue especialmente claro en el caso de los alimentos perecederos, debido a las dificultades de abastecimiento en medio de los bloqueos viales.

El carácter del choque de oferta como origen de las presiones inflacionarias recientes fue un elemento fundamental que la autoridad monetaria tuvo en cuenta para haber mantenido inalterada la tasa de interés en su sesión de junio, a pesar de que la inflación total se situó por encima de la meta. Lo anterior, porque los choques de oferta suelen ser transitorios y no se solucionan con incrementos de la tasa de interés, sino con el restablecimiento de las condiciones de oferta. Eso fue lo que sucedió en junio a medida que la mayoría de los bloqueos viales se levantaron y se pudo normalizar el abastecimiento a las grandes ciudades. Gracias a ello, la inflación anual de alimentos perecederos registró una caída importante desde el pico del 18,16% que alcanzó en mayo al 8,69% en junio.

No obstante, algunas de las presiones inflacionarias ocurridas en mayo podrían ser persistentes, debido al tiempo que se requiere para restablecer los procesos productivos que fueron afectados por los bloqueos, como también a los aumentos de los precios internacionales de alimentos y a los altos costos logísticos y de transporte. A esto podría añadirse el eventual traspaso de la depreciación acumulada del peso al componente transable de los precios al consumidor. Las expectativas de inflación, que permanecen alrededor de la meta, podrían verse presionadas al alza. Teniendo esto en cuenta, el equipo técnico estima que la inflación total se mantendría por encima del 3,0% en lo que resta del año y retomaría su convergencia hacia la meta en

2022. Como es sabido, bajo un esquema de inflación objetivo tanto el comportamiento de las expectativas de inflación como el de las demás variables macroeconómicas serán insumos fundamentales para las decisiones de política monetaria en un contexto de elevada incertidumbre originada por la pandemia, la cual Colombia y el mundo siguen enfrentando.

Balanza de pagos

Al cierre del primer trimestre el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos ascendió a USD 3.633 millones (m), monto superior en USD 1.092 m al del mismo período de 2020. Como proporción del PIB trimestral, dicho déficit fue del 4,8 %, mayor en 1,3 pp al de un año atrás. La ampliación del déficit corriente se explica por el mayor desbalance del comercio de bienes y servicios, y en menor medida por los incrementos en los egresos netos del rubro renta de los factores. Estos resultados fueron compensados parcialmente por los mejores ingresos netos de transferencias corrientes y ocurrieron en un entorno donde el balance ahorro-inversión del sector privado continúa siendo superavitario.

El mayor déficit comercial de bienes obedeció a una disminución de los ingresos por exportaciones de mercancías y a un incremento de las importaciones. Respecto a las exportaciones, se registraron caídas en las ventas externas de carbón, petróleo y banano, mientras que las de productos industriales, oro, café y flores aumentaron. El menor valor exportado de petróleo y carbón se explicó por la caída en el volumen exportado, compensado parcialmente por el aumento en sus precios de exportación. En cuanto a las exportaciones de oro y de café, su incremento ocurrió por el alza tanto en sus cantidades despachadas como en sus precios de venta. Por su parte, el incremento del valor importado de mercancías tuvo origen principalmente en las mayores compras externas de insumos y de bienes de capital para la industria, y de bienes de consumo. A lo anterior se agregó una ampliación en el déficit de la balanza de servicios debido a las menores ventas de servicios tradicionales, como viajes y transporte, que no logró ser compensada por las mayores exportaciones de servicios modernos, asociados con el uso de tecnologías de información y comunicación.

El déficit de la renta de factores al cierre del primer trimestre se incrementó en USD 474 m, debido principalmente a los mayores egresos por las utilidades vinculadas a la inversión extranjera directa (IED). También, aumentó la renta asociada con las inversiones de cartera y los pagos de intereses de créditos externos. El aumento de las utilidades de la IED fue generalizado, destacándose las mayores ganancias de las firmas que operan en las actividades de explotación petrolera, industrias manufactureras, suministro de electricidad, gas y agua, y comercio, restaurantes y hoteles.

Finalmente, el balance positivo de las transferencias corrientes en el primer trimestre mejoró en USD 332 m frente a lo observado en el mismo período de 2020. Para este resultado fueron importantes los mayores ingresos por remesas de trabajadores, con un incremento anual del 10,2 % (USD 179 m). Estos ingresos son equivalentes al 2,6 % del PIB trimestral y al 13,3 % de los ingresos corrientes de la balanza de pagos. Sobresalieron las remesas enviadas desde Estados Unidos y España, las cuales crecieron un 14 % y 30 % anualmente, mientras que las provenientes de países de América Latina se redujeron en un 6 %.

Los cambios descritos en el balance de la cuenta corriente tienen relación con las variaciones del entorno externo y de la actividad económica interna en el contexto de la pandemia. Por una parte, el aumento en los precios de varios productos de exportación y la reactivación de las economías desarrolladas se reflejó en una ganancia en los términos de intercambio y favoreció el incremento de las remesas de trabajadores hacia el país. Por otra parte, la recuperación económica del primer trimestre indujo una mayor demanda de importaciones y el incremento de la remisión de utilidades al exterior de las empresas con IED en Colombia. Algunos sectores

exportadores no pudieron responder completamente al estímulo de los mayores términos de intercambio, debido a las afectaciones que la pandemia ha tenido en sus procesos productivos.

La cuenta financiera de la balanza de pagos depende de los mercados de capital, los cuales responden a las tasas de interés y a las percepciones de riesgo, entre otros factores. Durante el primer trimestre de 2021 se estimaron entradas netas de capital por USD 3.162 m (4,2% del PIB trimestral), cifra superior en USD 996 m a la observada un año atrás. Entre las fuentes de financiamiento se destacan los flujos por concepto de IED, que totalizaron USD 2.703 m (3,6% del PIB trimestral). Una tercera parte de estos recursos se dirigió a minería y petróleo, mientras que los sectores de transporte y comunicaciones, y servicios financieros y empresariales, recibieron el 40% de estos flujos. Otro componente importante del financiamiento externo lo constituyó la liquidación neta de capital colombiano en el exterior por USD 2.376 m, principalmente como consecuencia de la reducción de activos financieros de entidades del sector público. Durante este período las reservas internacionales brutas aumentaron USD 190 m, resultado de ingresos por intereses de USD 199 m y egresos netos por otras operaciones del Banco de la República de USD 9 m.

El 19 de mayo la calificadora de riesgo Standard & Poor's redujo la calificación crediticia para la deuda pública colombiana de largo plazo por debajo del grado de inversión. El primero de julio la calificadora Fitch Ratings tomó la misma decisión. Las calificadoras destacaron como factor determinante para esta decisión el deterioro de la situación fiscal del país. Sin embargo, ambas agencias mantuvieron una perspectiva estable, dando así un compás de espera para que la recuperación económica y la reforma fiscal anunciada logren estabilizar la carga de deuda del país. El impacto inmediato de esta decisión sobre los mercados financiero y cambiario fue moderado, porque ya se preveía desde enero, momento desde el cual se incrementaron las tasas de los TES.

El equipo técnico estima que el déficit de la cuenta corriente en 2021 se ampliaría al 4,5% del PIB, superior al déficit del 3,4% observado en 2020, lo cual es coherente con la recuperación de la economía colombiana en este año, a pesar de que se prevén incrementos en los ingresos por el mayor crecimiento de los socios comerciales, los términos de intercambio y las remesas.

Finanzas públicas

La autoridad monetaria hace un seguimiento cuidadoso del estado y perspectivas de las finanzas públicas para asegurar una buena coordinación entre las políticas monetaria y fiscal, y contribuir al diseño de una política macroeconómica que promueva la estabilidad y el crecimiento económico del país.

En Colombia, al igual que en muchos países, la pandemia del Covid-19 produjo un fuerte deterioro de las finanzas públicas. Fue así como entre 2019 y 2020 el déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) aumentó del 2,5% al 7,8% del PIB y la deuda pública como proporción del producto se incrementó a lo largo de 2020 en 14,5 pp, alcanzando un nivel del 64,8% del PIB. Parte de este deterioro se explica por la fuerte caída en el recaudo tributario del GNC frente a 2019, por un monto de COP 17,7 b, como consecuencia de la contracción de la actividad económica. A esto se agregó la expansión del gasto por COP 21 b para atender la emergencia y el incremento de COP 8 b en transferencias por concepto de pensiones.

En 2021 el GNC continúa ejecutando los recursos del Fondo de Mitigación de Emergencias (FOME) para contribuir a atenuar el impacto de la pandemia. Los principales usos han sido los programas de ayuda a los hogares, empresas y la adquisición de vacunas contra el Covid-19. Entre esas ayudas sobresalen el programa de Ingreso Solidario, que otorga COP 160.000 mensuales a cerca de tres millones de hogares y el Programa de

Apoyo al Empleo Formal (PAEF), con el cual el GNC entrega a las empresas solicitantes un subsidio a la nómina equivalente al 40% del salario mínimo (COP 351.000) por empleado, lo que ha contribuido a mantener cerca de cuatro millones de empleos. Otro apoyo importante ha sido el Programa de Acompañamiento a Deudores (PAD) con el cual se busca contribuir a la recuperación de los deudores que necesitan normalizar sus obligaciones financieras. En desarrollo del PAD, hacia finales de mayo más de 2,2 millones de deudores habían redefinido las condiciones de sus créditos por un valor de COP 36,1 billones. De acuerdo con la Superintendencia Financiera de Colombia, el 90,3% de la cartera cubierta por el PAD ha logrado mantenerse al día en los pagos. Ante la prolongación de la emergencia, el GNC anunció la extensión de estos programas.

A pesar de que el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* contempla una recuperación de los ingresos totales del GNC del 1% del PIB en 2021, incluidas las privatizaciones, retornando al mismo nivel de 2019 (16,2% del PIB), el déficit del GNC aumentaría este año al 8,6% del PIB, superior en 0,8 pp al de 2020. Esto se explica por las mayores presiones de gasto asociadas a la emergencia sanitaria, el incremento en el monto de intereses resultante del aumento de la deuda y la mayor inversión pública que se propone hacer el GNC para contribuir a reactivar la economía. Con ello, la deuda bruta del GNC alcanzaría el 66,8% del PIB al cierre de este año.

Este panorama implica la necesidad de aprobar una reforma fiscal que permita encauzar las finanzas públicas hacia una senda de sostenibilidad en el mediano plazo. Como lo ha reiterado la JDBR, la capacidad de la política monetaria de mantener una postura expansiva puede verse comprometida si no se logra avanzar en ese propósito.

Reservas internacionales

Al cierre de junio de 2021 las reservas internacionales netas totalizaron USD 58.917,3 millones (m), con una disminución de USD 113,4 m con respecto al fin del año anterior. Acorde con lo esperado, este resultado se explica por una rentabilidad considerablemente inferior a la obtenida en 2019 y 2020. En efecto, en lo corrido del año el rendimiento de las reservas internacionales fue del -0,01% (USD 4,18 m), debido a las bajas tasas de interés de corto plazo en los mercados financieros externos y a desvalorizaciones en las inversiones por el aumento en las tasas de interés de mediano y largo plazos. Para el segundo semestre de 2021 cabe prever que la rentabilidad de las reservas internacionales continuará siendo baja. Con tasas de interés en los mercados en los que se invierten las reservas en niveles cercanos a cero, los rendimientos recibidos serán muy bajos y no hay perspectivas de valorizaciones por reducciones adicionales de las tasas en el corto plazo.

Los indicadores para evaluar las reservas internacionales señalan niveles adecuados para el país. El FMI propone una metodología (ARA)² de nivel adecuado de reservas, la cual busca cubrir los principales riesgos sobre la balanza de pagos, teniendo en cuenta variables macroeconómicas en períodos de presión en el mercado cambiario. Se considera que una economía mantiene niveles adecuados de reservas si la razón de reservas a nivel adecuado se ubica entre 1,0 y 1,5. Con cifras a junio de 2021, la razón de reservas a nivel adecuado del FMI se ubicaba en 1,5³.

Para estimar las necesidades de liquidez de moneda extranjera ante un escenario adverso, en un horizonte de un año, el Banco de la República sigue el enfoque de la razón de cobertura de liquidez (LCR, por su sigla en inglés). Dicho enfoque establece que los activos líquidos deben ser suficientes para cubrir las necesidades de liquidez dentro de un plazo predeterminado, teniendo en cuenta un escenario estresado. La metodología del Banco de la República estipula que las reservas internacionales de-

2 Esta sigla corresponde a *assessing reserve adequacy*.

3 El cálculo se realizó con la metodología ARA del FMI con cifras del Banco de la República.

ben cubrir al menos la proyección para los próximos doce meses del déficit en la cuenta corriente más las amortizaciones de la deuda externa⁴. A junio de 2021 las reservas internacionales cubrieron estos rubros. Adicionalmente, la metodología determina que la suma de las reservas internacionales y la LCF debe cubrir los rubros anteriores más las posibles salidas de capitales de residentes y no residentes. Las reservas internacionales más la LCF del FMI neta de desembolsos actualmente son mayores que dicho nivel.

Utilidades del Banco de la República

En el primer semestre de 2021 el Banco de la República registró una utilidad de COP524 mil millones, que contrasta con los resultados excepcionalmente altos registrados durante los mismos períodos de 2019 y 2020. Lo anterior se explica, principalmente, por el menor rendimiento de las reservas internacionales, como consecuencia de los bajos niveles de tasas de interés externas.

En la medida en que las tasas de interés externas se encuentran en niveles cercanos a cero, no existen perspectivas de reducciones que puedan reflejarse en valorizaciones del portafolio de las reservas internacionales. Por lo anterior, se estima que el Banco genere pérdidas en 2021, como consecuencia de rendimientos negativos de las reservas internacionales, las cuales representan el principal activo del Banco de la República y, por ello, son determinantes en su estado de resultados.

4 Para más información sobre la metodología, véase el sombreado “Nueva metodología para determinar el nivel adecuado de reservas internacionales” del Informe de la *Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2019.

02 / Entorno macroeconómico y respuesta del Banco de la República

En los primeros meses del año la actividad económica continuó recuperándose a un ritmo mayor que el esperado. Esta dinámica fue interrumpida por los efectos negativos sobre el producto que tuvieron la tercera ola de contagios del Covid-19 y los bloqueos viales durante las protestas sociales en el segundo trimestre. La mejora en los términos de intercambio, el amplio financiamiento internacional, la recuperación de la demanda externa y las bajas tasas de interés continuaron favoreciendo el crecimiento económico del país. Las restricciones de oferta, las disrupciones en las cadenas globales de valor y la disolución de varios alivios de precios otorgados en 2020 contribuyeron a impulsar la inflación de forma transitoria a una tasa algo por encima de la meta. No obstante, se espera que la inflación retome su convergencia hacia el 3 % en 2022 en un entorno de excesos de capacidad productiva que continuarían siendo amplios. Este contexto de inflación observada y esperada en niveles cercanos a la meta ha permitido mantener una política monetaria expansiva que contribuya a conducir el producto y el empleo a sus niveles de largo plazo.

Durante 2020 las acciones del Banco estuvieron encaminadas a garantizar el funcionamiento adecuado del sistema de pagos, mantener la oferta de crédito, contribuir a la estabilización de mercados clave y apoyar la reactivación de la actividad económica. A partir de marzo de 2020 se adoptaron políticas que lograron evitar una crisis profunda en medio de la pandemia. El Banco reaccionó de forma oportuna y contundente ante los choques sin precedentes generados por la crisis sanitaria, otorgando amplia liquidez en pesos y en dólares y reduciendo su tasa de interés de política. La reacción del Banco frente a los efectos inminentes de la crisis se desarrolló en dos frentes: el primero, de acción inmediata, con medidas que brindaron liquidez para estabilizar los mercados, los cuales, ante el cambio abrupto de las condiciones macroeconómicas y financieras globales, mostraron señales de riesgo; el segundo, de acción gradual, buscó mitigar los efectos de la pandemia sobre la actividad económica y apoyar la recuperación en la medida en que los mercados se fueron estabilizando. Esto, en el corto plazo, con el fin de proteger el sistema de pagos y estabilizar mercados claves que estaban bajo presión, y en el mediano y largo plazos preservar la oferta de crédito, reducir la carga financiera de los hogares y las empresas, y estimular la actividad económica. Concretamente, las acciones de política del Banco incluyeron: 1) la ampliación de las operaciones de expansión transitoria; 2) la implementación de compras definitivas de instrumentos financieros; 3) la reducción del encaje; 4) la provisión de mecanismos de cobertura y liquidez en dólares; 5) la reducción de la tasa de interés de política monetaria, y 6) el mantenimiento de una sólida posición de liquidez internacional.

En lo corrido de 2021 el Banco ha mantenido una postura expansiva de la política monetaria con una tasa de interés de política en niveles (nominales y reales) históricamente bajos. A lo largo de 2020 la JDBR decidió reducir la tasa de interés de política monetaria en 250 puntos básicos (pb), desde el 4,25 % a principios del año hasta el 1,75 % en septiembre. Lo anterior, como respuesta a los efectos negativos sobre el producto y el empleo de las medidas requeridas para el control de la pandemia. En efecto, en el segundo trimestre de 2020 el producto registró una fuerte caída y, si bien en la segunda mitad del año se recuperó, no alcanzó los niveles prepandemia. La economía registró amplios excesos de capacidad, el mercado laboral se deterioró de forma significativa y la inflación presentó una tendencia persistente a la baja, cerrando el año en el 1,61%, por debajo de la meta del Banco. En lo corrido de 2021 la persistencia de amplios excesos de capacidad productiva y una inflación total y expectativas cercanas a la meta han permitido mantener la tasa de interés de política en niveles históricamente bajos. Esta postura expansiva de la política monetaria contribuye a conducir al empleo y al producto a sus nive-

les de largo plazo. Hacia adelante, el grado de expansión de la política monetaria estará determinado por el comportamiento de la inflación y sus expectativas con respecto a la meta, por la evolución de los excesos de capacidad productiva y el mercado laboral, por las condiciones financieras externas e internas, por el avance en el ajuste fiscal requerido por el país, y por la situación económica general.

Las acciones del Banco ayudaron a aliviar las presiones iniciales registradas en los mercados de deuda pública y privada en los primeros meses de la crisis, al tiempo que acomodaron una fuerte preferencia por liquidez en la economía mediante un suministro abundante de recursos por diversos medios. Así, durante 2020 se ampliaron los montos, contrapartes, plazos y títulos admisibles de las operaciones de expansión transitoria (repos) del Banco; se implementaron compras definitivas de títulos públicos y privados, y se redujo el encaje en 2 puntos porcentuales (pp) en promedio como medida para liberar recursos a la economía de manera permanente y para reforzar los incentivos a la intermediación financiera. Este conjunto de medidas permitió preservar el funcionamiento adecuado del sistema de pagos y ha provisto una condición necesaria para mantener o ampliar la oferta de crédito. Las compras definitivas de TES y títulos privados contribuyeron a estabilizar estos mercados, fuertemente afectados por los choques derivados de la pandemia. Esto resultó clave para evitar perturbaciones grandes en las tasas de interés del sistema financiero y de los bonos emitidos por empresas del sector real. Asimismo, se profundizó por el crecimiento agregado de la cartera mediante la extensión de repos con títulos de deuda privada. En general, los efectos de estas medidas se manifestaron en una liquidez más que suficiente del sistema financiero en su conjunto. Durante lo corrido de 2021 el Banco ha continuado suministrando la liquidez que la economía ha requerido, de acuerdo con su objetivo de garantizar que el indicador bancario de referencia (IBR) a un día esté cerca de la tasa de interés de política monetaria definida por la JDBR.

Los mecanismos de cobertura cambiaria y de liquidez en dólares otorgadas por el Banco de la República contribuyeron a estabilizar el mercado cambiario. La LCF y la posibilidad de acceder a repos con la Reserva Federal por medio de la FIMA también aportaron a este propósito. Durante 2020 se adoptaron medidas para reducir la presión sobre el mercado cambiario con mecanismos de intervención que facilitaron las coberturas y ampliaron la liquidez en dólares, sin afectar el monto de las reservas internacionales. Estos mecanismos fueron: 1) ventas de dólares *forward* con cumplimiento financiero a un mes para ampliar las coberturas contra el riesgo de una depreciación fuerte del peso, y 2) *swaps* de dólares a dos meses para estabilizar el mercado cambiario y proveer liquidez en dólares. La mejora en las condiciones financieras y de liquidez externa, junto con la oportuna reacción del Banco, en el segundo semestre de 2020 permitieron el ajuste del mercado cambiario y disminuciones graduales en la percepción de riesgo. La demanda por la liquidez transitoria en dólares otorgada por el Banco mediante dichos mecanismos se fue reduciendo gradualmente, hasta que no fue necesaria la renovación de estos contratos. De hecho, los últimos USD 90,9 m de *forwards* se vencieron al inicio de marzo de 2021 y no fueron renovados por el mercado. A esta estabilización del mercado cambiario también contribuyeron las medidas adoptadas para mantener una sólida posición de liquidez internacional, lo que incluyó: 1) la aprobación por parte del FMI de la ampliación de la LCF⁵ para Colombia a USD 17.200 millones en septiembre de 2020⁶ y con vigencia hasta abril de 2022, la cual provee mayor flexibilidad para cubrir necesidades de financiamiento externo en entornos de alta incertidumbre; y 2) el acceso a la facilidad de repos (FIMA por su sigla en inglés) que ofrece la Reserva Federal, lo que le permite al país disponer de liquidez en

5 En abril del presente año el Directorio del Fondo realizó una evaluación intermedia de nuestro país y ratificó que Colombia sigue cumpliendo con las condiciones de acceso a este instrumento.

6 Cifra que incluye el desembolso al Gobierno Nacional en diciembre de 2020 por un monto aproximado de USD 5,4 mil millones con fines presupuestales.

dólares estadounidenses si esto fuera necesario, sin enfrentar condiciones adversas de mercado ni tener que vender definitivamente los activos de los portafolios de las reservas internacionales, lo cual mitiga los riesgos de mercado y de liquidez. Otro factor de apoyo global que puede mejorar la posición internacional del país es la propuesta de asignación de los derechos especiales de giro (DEG) del FMI recientemente aprobada por el Directorio del Fondo y que será ratificada en agosto de este año por parte de la asamblea de gobernadores de este organismo.

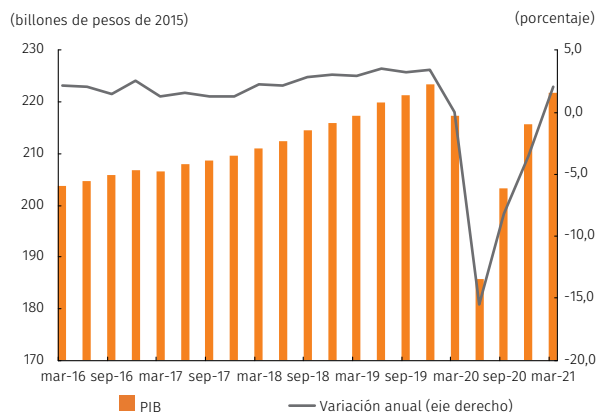
2.1 Evolución y perspectivas de la actividad económica y el mercado laboral

2.1.1 Actividad económica

En los primeros cuatro meses del presente año la actividad económica venía recuperándose a un ritmo más rápido que el previsto a inicios de 2021. Sin embargo, los bloqueos, el paro y los daños a la infraestructura urbana en mayo y junio, y, en menor medida, el tercer pico de la pandemia, habrían interrumpido transitoriamente esta tendencia. En el primer trimestre de 2021 el PIB se expandió a una tasa anual del 2,0%⁷ (con series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario), cifra superior a la esperada por el equipo técnico del Banco de la República (Gráfico 2.1). El buen desempeño de la actividad económica se habría moderado en abril por cuenta de la tercera ola de la pandemia, las medidas de autocuidado y distanciamiento y las restricciones de movilidad adoptadas en varias ciudades. Así lo sugiere el indicador de seguimiento a la economía (ISE) de ese mes, en donde los sectores de comercio, transporte y alojamiento fueron los más afectados. En mayo se presentó un retroceso significativo del ISE (-5,8% respecto al registro de abril), el cual fue atribuible en gran parte a los efectos de los bloqueos viales y las alteraciones del orden público, además de la pandemia. Estos hechos conducirían a que el PIB registre una caída en sus niveles entre el primer y segundo trimestre de 2021.

La recuperación de la actividad económica en el primer trimestre del año fue notable, permitiendo que el PIB trimestral se situara en niveles muy cercanos a los registrados con anterioridad a la pandemia. A esta nueva mejora en la actividad económica contribuyeron la continuidad de la apertura de diversos sectores, el mejor desempeño de los socios comerciales, las medidas fiscales contracíclicas y la política monetaria expansiva. En este período, gran parte de las ramas de actividad económica recuperaron sus niveles previos a la pandemia, destacándose las ramas terciarias, dentro de las cuales el segmento de comercio y reparación se ubicó por encima de los niveles previos al choque de la pandemia. De igual forma, el valor agregado de la industria manufacturera registró el mayor crecimiento anual entre las grandes ramas de actividad económica (8,4%). No obstante, la construcción,

Gráfico 2.1
Producto interno bruto^{a/}
(trimestral y variación anual)



a/ Serie desestacionalizada y ajustada por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

7 En series originales fue del 1,1%.

el transporte y almacenamiento, la minería, y el grupo de alojamiento y servicios de comida continuaron rezagados (Cuadro 2.1).

La mejor dinámica del producto en el primer trimestre estuvo explicada por la reactivación de la demanda interna, con un papel preponderante del consumo privado y la inversión en vivienda. En este período, la demanda interna volvió a mostrar tasas de crecimiento anuales positivas (1,6%), después de tres trimestres consecutivos de retrocesos anuales (Cuadro 2.2), aunque su nivel continuó por debajo de los valores registrados antes del choque de la pandemia. Por componentes, tanto el consumo total como la formación bruta de capital mostraron recuperaciones trimestrales notables, aunque con variaciones anuales todavía bajas del 1,2% y 1,0%, respectivamente. El consumo de los hogares, cuya expansión anual fue del 1,0%, se vio nuevamente impulsado por la apertura del comercio y el relajamiento de las restricciones a la movilidad. Por su parte, el consumo público siguió desempeñando un papel contracíclico importante, al presentar una variación anual (5,1%) superior a la del PIB. Finalmente, dentro de la formación bruta de capital fijo, se destacó la recuperación de la inversión en vivienda, que pasó de caer anualmente 14,7% en el cuarto trimestre del año pasado a hacerlo 3,4% en el primero de 2021.

Por primera vez desde el inicio de la pandemia, en el primer trimestre las exportaciones reales contribuyeron de manera importante a la recuperación trimestral de la actividad económica. Sin embargo, sus niveles continuaron por debajo de los registros prepandemia. En el primer trimestre, la variación anual de este componente (-8,9%) representó una mejora significativa frente a las caídas de los tres

Cuadro 2.1
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica
(corregido por estacionalidad y efectos calendario, base 2015)

	2020				2020	2021
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	5,5	0,5	2,3	2,1	2,6	3,4
Explotación de minas y canteras	-3,4	-20,8	-19,6	-20,5	-16,0	-14,6
Industria manufacturera	-1,5	-23,8	-5,6	0,1	-7,7	8,4
Electricidad, gas y agua	3,3	-8,5	-4,2	-0,9	-2,6	-1,3
Construcción	-15,3	-36,7	-26,7	-24,8	-25,8	-5,3
Edificaciones	-18,9	-31,9	-26,8	-20,0	-24,4	-3,0
Obras civiles	-11,0	-47,6	-29,4	-26,6	-28,4	-11,4
Actividades especializadas para la construcción	-17,9	-37,2	-25,4	-20,9	-25,2	-5,9
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	1,2	-34,0	-21,1	-6,5	-15,2	-0,7
Información y comunicaciones	0,5	-5,1	-1,8	-3,8	-2,6	2,2
Actividades financieras y de seguros	2,5	1,2	1,7	3,2	2,1	4,8
Actividades inmobiliarias	2,5	1,7	1,8	1,7	1,9	1,7
Actividades profesionales, científicas y técnicas	2,0	-10,6	-5,9	-2,6	-4,3	1,3
Administración pública y defensa, educación y salud	1,3	-1,6	0,6	2,6	0,7	3,6
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	5,8	-33,5	-11,5	-6,0	-11,5	7,7
Subtotal valor agregado	0,8	-15,7	-8,5	-4,0	-6,9	0,8
Impuestos menos subsidios	0,7	-13,9	-8,0	-2,9	-6,0	1,9
PIB	0,0	-15,5	-8,2	-3,4	-6,8	2,0

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro 2.2
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto
 (corregido por estacionalidad y efectos calendario, base 2015)

	2020				2020	2021
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Gasto de consumo final	3,8	-11,6	-7,4	-0,2	-3,9	1,2
Gasto de consumo final de los hogares	3,9	-15,0	-9,7	-1,5	-5,6	1,0
Bienes no durables	14,0	5,6	1,0	5,6	6,5	0,9
Bienes semidurables	-1,3	-40,8	-20,9	-3,5	-16,6	10,6
Bienes durables	4,0	-31,1	-0,4	10,4	-4,2	12,4
Servicios	-0,3	-19,5	-13,6	-6,0	-9,9	0,1
Gasto de consumo final del Gobierno general	3,2	3,3	3,5	4,6	3,7	5,1
Formación bruta de capital	-7,1	-37,7	-15,9	-20,9	-20,3	1,0
Formación bruta de capital fijo	-5,1	-39,4	-23,2	-14,7	-20,6	-3,4
Vivienda	-9,6	-42,6	-33,6	-24,4	-27,5	-3,2
Otros edificios y estructuras	-7,7	-42,2	-35,2	-28,1	-28,3	-20,6
Maquinaria y equipo	-1,0	-36,7	-5,4	4,5	-10,3	8,5
Recursos biológicos cultivados	2,4	1,2	-5,0	1,8	0,0	9,8
Productos de propiedad intelectual	1,0	-15,0	-9,1	-5,8	-7,2	1,3
Demanda interna	0,4	-16,6	-8,7	-3,9	-7,2	1,6
Exportaciones	-3,6	-26,1	-23,3	-20,4	-18,3	-8,9
Importaciones	0,6	-30,8	-23,8	-14,6	-17,3	-4,9
PIB	0,0	-15,5	-8,2	-3,4	-6,8	2,0

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

trimestres anteriores, todas superiores al 20 % (en términos absolutos). El buen desempeño de las exportaciones durante este período estuvo explicado, sobre todo, por las ventas de café, ferroníquel (favorecido por una muy baja base de comparación), algunos bienes manufacturados y servicios. Por su parte, las importaciones registraron un retroceso anual (-4,9 %) bastante menos acentuado que el de trimestres anteriores, a lo que contribuyeron las compras de bienes de capital y algunas materias primas, principalmente.

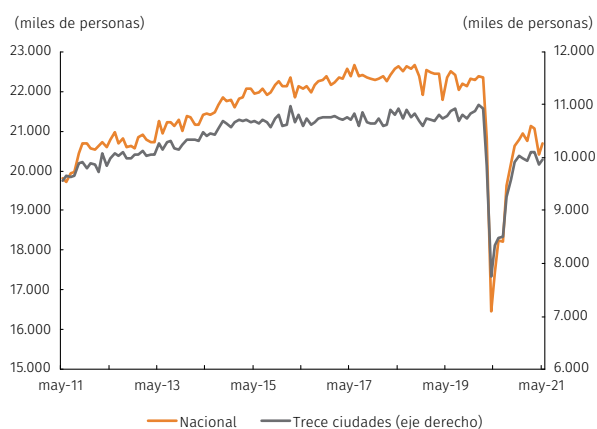
Para el segundo trimestre se espera un retroceso en los niveles del PIB, motivado por los efectos de los bloqueos viales y del tercer pico del Covid-19. Si bien en el segundo trimestre todos los grandes componentes de la demanda registrarían crecimientos anuales importantes por causa de las bajas bases de comparación, los bloqueos y la destrucción de infraestructura durante la protesta social, junto con el tercer pico de la pandemia (que inició en abril), habrían afectado su desempeño de forma significativa. Los indicadores disponibles sugieren retrocesos en los niveles de todos los principales rubros del gasto por cuenta de estos eventos. En particular, la demanda interna se ubicaría en valores similares a los del cuarto trimestre de 2020, comportamiento explicado por los decrecimientos intertrimestrales del consumo y la formación bruta de capital. Por otra parte, las cifras disponibles de comercio exterior sugieren que las exportaciones registrarían caídas en sus niveles, mientras que las importaciones sostendrían valores cercanos a los del primer trimestre. Por ramas de actividad, el pronóstico contempla retrocesos trimestrales elevados en transporte terrestre, comercio y mantenimiento de vehículos, industria manufacturera, y los sectores de ganadería y otros cultivos.

Hacia el tercer trimestre y lo que resta del año el PIB debería retomar una tendencia creciente, recuperando sus niveles acumulados anuales⁸ prepandemia entre finales de 2021 y comienzos de 2022. El pronóstico del equipo técnico supone que, en lo que resta del año, los problemas de orden público y bloqueos que afectaron el crecimiento del segundo trimestre no se repetirían, y que no se presentarían nuevas restricciones a la movilidad a causa de la pandemia. Ello generaría que, en la segunda mitad de 2021, la actividad económica reanude la dinámica de crecimiento que traía en el primer trimestre, gracias a una mayor apertura de las diferentes actividades productivas y a la recuperación de la confianza de los consumidores y empresarios. Lo anterior contribuiría a retomar el buen desempeño de la demanda interna, con recuperaciones del consumo y la inversión. Adicionalmente, respecto a este último componente, se espera un impulso adicional proveniente de los mayores precios del petróleo y la implementación del plan de reactivación del sector público en materia de vivienda e infraestructura. Una política monetaria que seguiría siendo expansiva, unas condiciones crediticias internas favorables y un impulso fiscal que continuaría soportando el ingreso de los hogares y firmas también favorecerían esta tendencia. Por otra parte, la demanda externa continuaría recuperándose, de la mano del mayor crecimiento de los socios comerciales y la mejora en los términos de intercambio. Estos factores y el mejor resultado del primer trimestre llevaron a que el equipo técnico revisara al alza la proyección de crecimiento del PIB para 2021 hacia el 7,5%. Para 2022 la cifra estimada de crecimiento se ubica alrededor del 3,0%. El pronóstico de actividad económica, tanto en el corto como en el mediano plazo, continúa enfrentando importantes fuentes de incertidumbre, siendo las más relevantes la evolución de la pandemia, el avance en el ajuste fiscal requerido por el país y la evolución de las condiciones financieras internacionales.

2.1.2 Mercado laboral⁹

En los primeros meses de 2021 la recuperación del empleo se detuvo, en parte, por las olas de contagio de Covid-19, que condujeron tanto a la implementación de medidas de restricción a la movilidad en varias ciudades como a responder con el autocuidado por parte de los individuos y, por otra parte, por la situación de orden público en el país. Las cifras mensuales desestacionalizadas de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) muestran un mercado laboral que continúa muy deteriorado y que, incluso, en la primera mitad de 2021 frenó su ritmo de recuperación (Gráfico 2.2). La segunda ola de contagios por el Covid-19 y las medidas de restricción a la movilidad implementadas en enero llevaron a una caída mensual de los ocupados, tanto en el total nacional como en las trece

Gráfico 2.2
Población ocupada por dominio geográfico
(series mensuales desestacionalizadas)



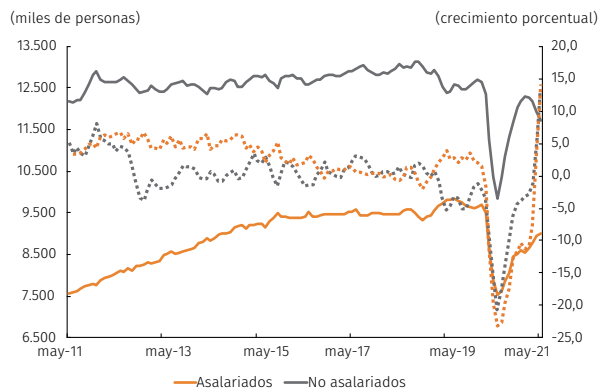
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

8 PIB acumulado de los últimos cuatro trimestres.

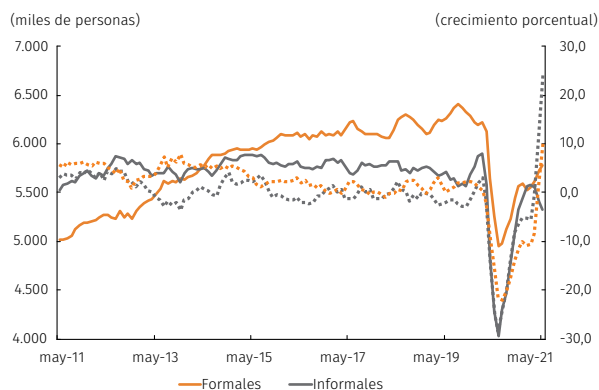
9 Las series del mercado laboral presentan estacionalidad, es decir, sus valores son sistemáticamente más altos o bajos dependiendo del mes del año. Este fenómeno debe aislarse mediante técnicas estadísticas para poder hacer comparaciones entre meses del mismo año. Por tal razón, la información presentada en esta sección corresponde a las series sin dichos efectos calendario, conocidas como series desestacionalizadas.

Gráfico 2.3
Ocupados según tipo de empleo
(trimestre móvil desestacionalizado)

A. Asalariados y no asalariados: total nacional

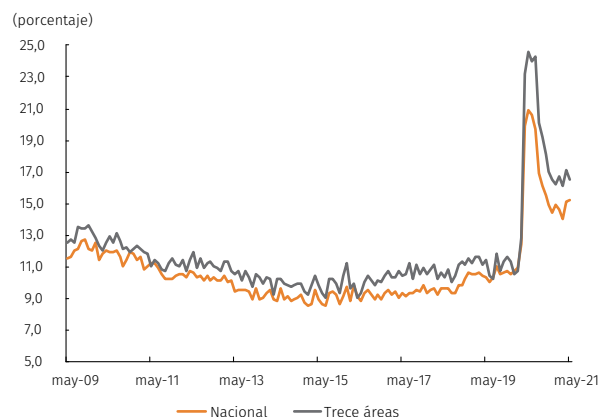


B. Formales e informales: veintitrés ciudades y áreas metropolitanas



Notas: las líneas punteadas corresponde al crecimiento anual (eje derecho). El Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) considera de manera oficial como informales los trabajadores que laboran en establecimientos, negocios o empresas que ocupen hasta cinco personas en todas sus agencias y sucursales, incluyendo al patrono y/o socio, y exceptuando los profesionales cuenta propia y los obreros y empleados del gobierno. Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.4
Tasa de desempleo por dominios
(series mensuales desestacionalizadas)



Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

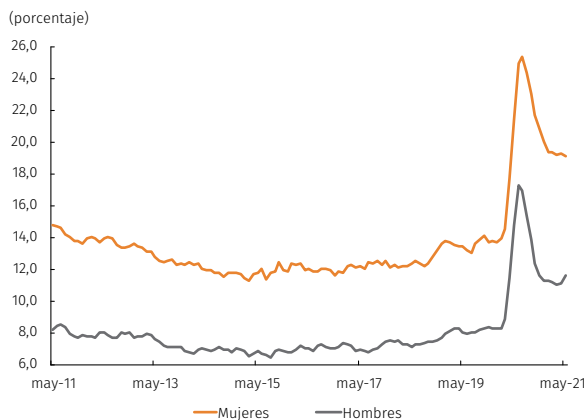
principales ciudades. Aunque en febrero la recuperación se reanudó, la tercera ola de contagios implicó un nuevo y marcado retroceso del empleo en abril. En mayo la prolongación de esta nueva ola de contagios y la situación de bloqueos y de orden público volvieron a limitar la recuperación en el número de ocupados. Con todo esto, a mayo el número de ocupados en el total nacional no alcanza a superar los niveles de diciembre de 2020 (respecto a este mes, es inferior en 1,3%; es decir, 272.000 empleos), mientras que en las trece ciudades el número de empleos es relativamente similar al de finales de 2020. Estas cifras implican que a mayo aún faltaba por recuperar 1,7 millones de empleos de los 5,9 millones perdidos al inicio de la pandemia.

Aunque los segmentos no asalariado e informal habían liderado la recuperación del empleo, en los últimos meses mermaron su ritmo de crecimiento. Por su lado, las contrapartes asalariada y formal mantienen una tendencia creciente. La recuperación del empleo observada durante la segunda mitad de 2020 se caracterizó por estar jalonada, en mayor medida, por los segmentos de menor estabilidad en sus ingresos, el no asalariado y el informal. Sin embargo, en los últimos meses estos segmentos han perdido protagonismo como impulsores del crecimiento en los ocupados. En el total nacional, aunque el segmento asalariado ha recuperado el 64,7% del empleo perdido al inicio de la pandemia y el segmento no asalariado lo ha hecho en un 79,2%, el empleo asalariado mantiene una tendencia creciente, mientras que el no asalariado ha tendido a estancarse (Gráfico 2.3, panel A). El reciente comportamiento del empleo asalariado también se observa al descomponer el empleo urbano entre los segmentos formal e informal (Gráfico 2.3, panel B). En este caso, el segmento formal, aunque aún se ubica en niveles inferiores a los observados en el período prepandemia, ha mostrado un comportamiento más dinámico que su contraparte informal en los últimos meses. La gradual recuperación del empleo formal también es confirmada por la información proveniente de registros administrativos, como es el caso de la plantilla integrada de liquidación de aportes (PILA), la cual a abril muestra un aumento progresivo de los cotizantes a pensión que son asalariados.

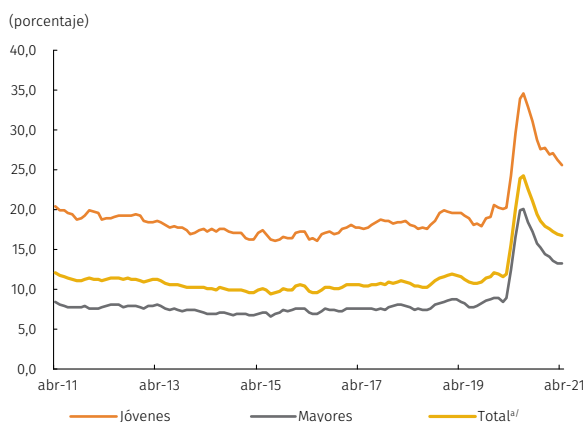
Los picos de la pandemia también implicaron una disminución de la oferta laboral. Sin embargo, dado que la caída de la ocupación fue aún mayor, las tasas de desempleo dejaron de caer e inclusive registraron leves aumentos. Las medidas de restricción a la movilidad y autocuidado, adoptadas a raíz de las olas de contagio, y aquellas relacionadas con los bloqueos y la situación de orden público, implicaron que en mayo la inactividad se ubicara en el 2,3% (366.000 inactivos) por encima de los niveles de diciembre en el total nacional, mientras que en las zonas urbanas tal aumento fue del 1,4% (93.000 inactivos). Esta dinámica de la oferta laboral compensó, en parte, lo observado con la menor demanda laboral, implicando que en la primera mitad de 2021 las tasas de desempleo (TD) tuvieron un comportamiento relativamente estable, con aumentos en abril y mayo en el total nacional que revirtieron los retrocesos de los primeros meses del año. Así, en mayo la TD nacional mensual desestacionalizada se ubicó en 15,2%, 0,8 pp por encima de su registro en diciembre pasado (Gráfico 2.4), mientras que la TD

Gráfico 2.5
Tasa de desempleo por grupos poblacionales
(trimestre móvil desestacionalizado)

A. Según género: total nacional



B. Según edad: veintitrés ciudades y áreas metropolitanas



a/ Para personas mayores de 14 años.

Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

urbana se mantuvo inalterada en 16,5% frente al mismo mes. Con todo esto, aún se siguen registrando niveles de TD considerablemente altos (4,3 pp y 5,9 pp por encima de su registro prepandemia para la TD nacional y para las trece ciudades, respectivamente), con ritmos de descenso que se han atenuado considerablemente en los meses recientes.

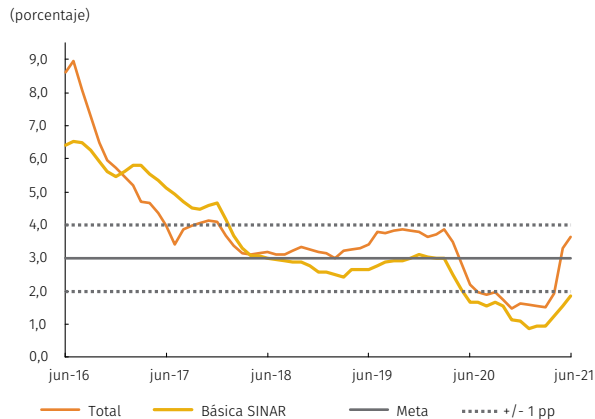
Se siguen observado importantes disparidades entre grupos poblacionales. En materia de desempleo, este ha afectado más a las mujeres y los jóvenes. Aunque el mercado laboral colombiano ha mostrado una corrección frente al deterioro observado al inicio de la pandemia, aún persisten comportamientos heterogéneos entre distintos grupos poblacionales. En el caso entre géneros, la gradual recuperación de las actividades productivas ha sido liderada por sectores que emplean una mayor proporción de hombres, por lo que la recuperación del empleo femenino ha sido más lenta. Ahora bien, las restricciones existentes para el retorno a la presencialidad en las instituciones educativas, entre otros factores, han afectado la participación laboral de las mujeres. Con todo esto, la TD de las mujeres se ubica aún en registros considerablemente altos (Gráfico 2.5, panel A), y sugiere una brecha de género en materia de desempleo que se mantiene bastante abierta (7,5 pp en el trimestre móvil a mayo). Por otro lado, también persisten diferencias importantes entre grupos etarios. La crisis sanitaria implicó un incremento mayor del desempleo juvenil (individuos hasta de 28 años) respecto al de personas en otras edades (Gráfico 2.5, panel B). A pesar de cierta corrección en los últimos meses, dicha brecha se ha mantenido, sobre todo por la mayor participación laboral de los jóvenes no asistentes al sistema educativo, que no ha sido acompañada por incrementos similares de la ocupación.

Dada la dinámica reciente en el mercado laboral y las previsiones en materia de actividad económica, se estima una reducción moderada de las TD en lo que resta de 2021. A pesar del comportamiento reciente de la TD, la información disponible más reciente sobre los índices de vacantes, calculados a partir de la GEIH y del Servicio Público de Empleo (SPE), muestran un repunte en los últimos meses, aunque con niveles aún inferiores a los del período prepandemia. Por otro lado, los ingresos laborales mensuales de la GEIH evidencian una gradual recuperación en el ingreso de los no asalariados, debido a un incremento de las horas trabajadas, mientras que los del empleo asalariado se mantienen relativamente estables. Este comportamiento sugiere que, si bien en la primera mitad de 2021 el mercado laboral permaneció bastante holgado, podría hacia delante seguirse recuperando gradualmente. Dadas las tendencias recientes, y teniendo en cuenta además las previsiones en materia de actividad económica, se espera que la TD nacional continúe disminuyendo paulatinamente hasta ubicarse en un 13,8% al finalizar el año. De esta manera, se estima que su nivel promedio para todo 2021 estaría entre el 13,7% y el 15,0%, con un valor más probable del 14,4%. Con todo esto, en el horizonte de pronóstico se estima que el mercado laboral permanezca holgado y no constituya una fuente de presiones inflacionarias vía costos laborales. Cabe señalar que estos pronósticos se enmarcan en un contexto de alta incertidumbre, puesto que pueden variar dependiendo, entre

otros factores, tanto del estado de orden público en el país como de la evolución de la situación epidemiológica.

2.2 Evolución y perspectivas de la inflación

Gráfico 2.6
Inflación total y básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Después de la fuerte caída observada el año pasado y de la relativa estabilidad de principios de año, la inflación anual al consumidor presentó una tendencia ascendente en el segundo trimestre de 2021 y se situó por encima de la meta. Lo anterior, producto de choques de oferta, en especial de alimentos, generados por los bloqueos viales, por el surgimiento de presiones derivadas del contexto internacional, por la reducción gradual de los excesos de capacidad productiva y por una base baja de comparación. La inflación anual cayó al 1,61% al finalizar 2020, desempeño atribuible a la pandemia del Covid-19, la cual debilitó la demanda y motivó la implementación de políticas de alivios de precios por parte de algunas autoridades locales y nacionales. Durante el primer trimestre de 2021 la inflación anual se mantuvo relativamente estable en torno al 1,51% y muy por debajo de la meta (3,0%), para luego repuntar en el segundo trimestre y terminar en junio en el 3,63% (Gráfico 2.6). Con esto, en lo corrido del año a junio se acumuló una inflación del 3,13%. Esta aceleración de la inflación se explica, en parte, por los bloqueos viales de mayo y parte de junio, que generaron un significativo aumento de los precios al consumidor, en especial en el segmento de los alimentos perecederos. También, por el aumento en los precios internacionales de los bienes básicos y las materias primas, debido a las dificultades en las cadenas globales de suministros y problemas logísticos de transporte¹⁰, y por la recuperación de la demanda mundial. Lo anterior, en un entorno de reactivación económica local y de menores excesos de capacidad productiva, así como también por el efecto de una baja base de comparación un año atrás. En general, los alivios de precios¹¹, que se concentraron en el segundo trimestre del año pasado, generaron una caída significativa en buena parte de la canasta del IPC (excepto alimentos), lo que, doce meses después, implicó un repunte de magnitud considerable en la inflación anual al consumidor. Algunos alivios de precios continúan vigentes y se espera que finalicen entre agosto de 2021 y diciembre de 2022, una vez los impuestos indirectos a las

10 Escasez de contenedores, aumentos de fletes, restricciones a las exportaciones, etc.

11 En marzo de 2020 se comenzó a establecer una serie de alivios de carácter transitorio sobre algunas tarifas y precios. Entre ellos se cuentan la reducción del precio de la gasolina en COP 1.300 (se entiende esta rebaja en los precios de los combustibles como un alivio, bajo el supuesto de que no operó la fórmula establecida para determinar el precio de la gasolina, la cual limita las variaciones abruptas de un mes a otro en el precio de los combustibles) y la eliminación o reducción del impuesto al valor agregado (IVA) a varios servicios o bienes, tales como los planes de voz de bajo costo, los bienes de higiene y aseo, los servicios de hoteles y turismo y los pasajes aéreos. Adicionalmente, se congelaron los cánones de arrendamiento por algunos meses y algunas autoridades locales establecieron rebajas, subsidios o incluso gratuidad en las tarifas de los servicios públicos. Por último, el 19 de junio del año pasado se realizó el primer día sin IVA, de los tres contemplados en 2020, el cual se hizo sobre una canasta seleccionada de bienes (vestuario y calzado, electrodomésticos, artículos deportivos, juguetes y juegos, útiles escolares y bienes e insumos agropecuarios).

comidas fuera del hogar, los hoteles, el turismo y los pasajes aéreos retornen a sus niveles prepandemia¹².

La inflación básica, entendida como la inflación anual sin alimentos ni regulados, continuó descendiendo hasta marzo de 2021 (0,94 %), y se incrementó en el segundo trimestre hasta el 1,87% en junio (Gráfico 2.6). La caída de la inflación básica en el primer trimestre de 2021 se explicó por la reducción en la variación anual del componente de servicios, al pasar del 1,29% en diciembre de 2020 al 0,89% en marzo, para luego subir al 1,61% en junio. Por su parte, el ajuste anual del IPC de bienes mostró una tendencia ascendente a lo largo del primer semestre del año (0,63% en diciembre de 2020, 1,05% en marzo y 2,57% en junio) (Cuadro 2.3). La dinámica alcista del segundo trimestre de 2021, tanto de los bienes como de los servicios, está asociada con factores de diversa índole. Como se mencionó, estos componentes del IPC concentraron, en el segundo trimestre del año pasado, buena parte de los alivios de precios otorgados por las diversas autoridades, lo

Cuadro 2.3
Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica
(a junio de 2021)

Descripción	Ponderaciones nuevo IPC	Dic-19	Nov-20	Dic-20	Ene-21	Feb-21	Mar-21	Abr-21	May-21	Jun-21
Total	100	3,80	1,49	1,61	1,60	1,56	1,51	1,95	3,30	3,63
Sin alimentos	84,95	3,45	1,02	1,03	0,89	0,93	1,06	1,56	2,11	2,70
Bienes	18,78	2,18	0,02	0,63	0,42	1,07	1,05	1,21	1,77	2,57
Servicios	48,85	3,45	1,55	1,29	1,04	0,92	0,89	1,25	1,48	1,61
Arriendos	25,16	2,68	1,35	1,33	1,23	1,23	1,25	1,28	1,26	1,28
CFH ^{a/}	8,79	4,18	3,83	3,84	3,66	3,86	4,16	4,39	5,40	6,19
Resto ^{b/}	14,91	4,34	0,54	-0,26	-0,82	-1,34	-1,63	-0,66	-0,51	-0,58
Regulados	17,32	4,81	0,58	0,73	0,94	0,83	1,52	2,79	4,21	5,93
Servicios públicos	6,69	6,02	1,59	3,22	4,03	3,08	3,71	5,00	7,29	10,34
Combustible	2,91	1,90	-12,45	-12,22	-10,62	-9,08	-4,94	-0,32	2,73	6,64
Transporte	5,53	4,19	4,34	4,31	3,16	3,30	2,37	2,48	2,74	2,71
Educación	2,38	6,38	4,73	1,05	1,05	0,56	0,67	0,70	0,70	0,70
Resto ^{c/}	0,13	4,22	5,23	5,23	1,35	3,52	2,61	2,61	2,61	2,61
Alimentos	15,05	5,80	4,09	4,80	5,51	5,02	3,92	3,98	9,52	8,52
Perecederos	3,15	8,66	-1,57	2,49	6,71	6,47	1,58	1,31	18,16	8,69
Procesados	11,90	5,04	5,72	5,43	5,19	4,62	4,60	4,77	7,01	8,47
Indicadores de inflación básica										
Sin alimentos		3,45	1,02	1,03	0,89	0,93	1,06	1,56	2,11	2,70
Nucleo 15 (p08)		3,78	1,96	1,88	1,78	1,74	1,67	1,99	2,79	3,36
Inflación sin alimentos ni regulados		3,10	1,13	1,11	0,87	0,96	0,94	1,24	1,56	1,87
Promedio indicadores inflación básica		3,44	1,37	1,34	1,18	1,21	1,22	1,60	2,16	2,65

a/ Comidas fuera del hogar.

b/ Lavado y planchado de ropa; servicios relacionados con la copropiedad; servicios domésticos; salud; transporte otros (mantenimiento y reparaciones, transporte escolar, en avión, intermunicipal e internacional); información y comunicaciones; recreación y cultura; alojamiento, bares y discotecas; educación (educación superior, diplomados y cursos de educación no formal); otros servicios diversos (cuidado personal, seguros, cuidado de niños).

c/ Cuotas moderadas EPS; certificados, documentos administrativos y pago de honorarios.

Fuente: DANE; cálculos realizados por el Banco de la República con clasificaciones provisionales.

12 Al respecto, véase: Caicedo, E. y Martínez, N. (2020), "Estimación del impacto de los alivios de precios sobre la inflación", *Informe de Política Monetaria*, julio de 2020, Banco de la República.

cual indujo caídas significativas de sus precios un año atrás y ajustes anuales de importancia en bienes y servicios entre abril y junio de 2021. Adicionalmente, la mayor demanda por medios de transporte de servicio particular (vehículos, motos y bicicletas) contribuyeron a un ajuste anual mayor en el IPC de bienes. Por su parte, el IPC de servicios viene siendo impulsado al alza por las comidas fuera del hogar, rubro afectado por los mayores costos de los alimentos y, en particular, de la proteína de origen animal. Por el contrario, el rubro de arriendos, que representa cerca de una cuarta parte de la canasta familiar, desde enero de este año se ha mantenido estable en niveles cercanos al 1,2%, contribuyendo a contener las presiones alcistas sobre los servicios. En general, la inflación básica también incorporó mayores costos logísticos nacionales por los bloqueos en los puertos y en las vías, y los de origen internacional, debido al alza de los fletes marítimos que se sitúan actualmente en máximos históricos, sumados a las interrupciones en las cadenas productivas. A esto se suma las presiones al alza por los aumentos en los precios de las materias primas importadas y su traspaso a los precios internos.

En el primer semestre del año el IPC de alimentos fue el segmento más afectado por las presiones alcistas de origen externo, por una oferta disminuida de cárnicos y por los bloqueos viales de mayo. En el primer trimestre de 2021 la dinámica anual del IPC de alimentos se desaceleró, en gran medida por una base alta de comparación, pero una vez se presentaron los bloqueos viales a finales de abril, su tendencia cambió y repuntó fuertemente en el segundo trimestre (Cuadro 2.3). Adicionalmente, los alimentos procesados vienen incorporando en sus precios mayores costos de producción originados por factores que tenderían a perdurar por varios meses, como aumentos en los precios internacionales de los bienes básicos, problemas en las cadenas globales de suministro, trabas logísticas, entre otros. A esto se suma la escasez de proteína animal que está afectando la dinámica del IPC de los alimentos procesados, como consecuencia de las mayores exportaciones de carne de res y de un ciclo ganadero de retención con un sacrificio de reses en mínimos recientes y con precios relativos marcadamente al alza. También, se ha presentado desabastecimiento de pollo y huevo, producto de interrupciones en la cadena de producción debido a los bloqueos viales durante las jornadas del paro nacional.

El IPC de regulados ha aumentado desde niveles muy bajos, respondiendo a los incrementos en los precios de los combustibles y a la reversión de las rebajas en las tarifas de los servicios públicos otorgadas un año atrás. En diciembre del año pasado el ajuste anual de los regulados se situaba en el 0,73%, como reflejo de la caída en los precios internacionales de los combustibles y la reducción decretada a finales del primer trimestre del año pasado, de los alivios para facilitar el pago de los servicios públicos establecidos en varios municipios del país al comienzo de la pandemia, y de unos precios de la educación superior a la baja debido a la disminución de la demanda. Esta tendencia bajista en el ajuste anual de los regulados cambió a comienzos de 2021, cuando se incorporó una parte de los mayores precios internacionales del petróleo al precio interno de los combustibles (dos aumentos de 200 pesos entre febrero y marzo). Lo anterior fue acompañado de un alza importante en el IPC de los servicios públicos, cuyas tarifas revirtieron las rebajas otorgadas e incorporaron, en el caso de la energía y el gas, los mayores precios internacionales de los combustibles. De igual forma, las tarifas de los servicios públicos fueron impulsadas por la indexación de los costos¹³ (energía y agua) y por mayores inversiones, en especial para mejorar la cobertura. Estas presiones alcistas, junto con una base baja de comparación, llevaron al componente regulado del IPC a terminar junio con un crecimiento anual del 5,93% (Cuadro 2.3).

13 La indexación de costos en los servicios públicos hace referencia a que en las fórmulas tarifarias (energía y acueducto) se incorporan los mayores incrementos observados en el IPC e IPP en algunas variables de costos que hacen parte de estas fórmulas. En el caso del acueducto, cuando se acumula un 3% de inflación al consumidor, se activa la actualización tarifaria de este servicio. En el caso de la fórmula tarifaria para energía, varios componentes de costos están atados a la evolución del IPP, de tal manera que un aumento en el IPP.

En lo que resta de 2021 las estimaciones del equipo técnico sugieren que la inflación total se mantendría por encima del 3,0% y retomaría su convergencia hacia la meta en 2022. La inflación básica mantendría una tendencia creciente hacia el 3,0% y a finales de 2022 se situaría alrededor de ese valor. Las presiones inflacionarias provenientes del contexto internacional, los efectos negativos de los bloqueos en las vías sobre algunos sectores productivos agrícolas, y la dinámica al alza esperada en los precios de la carne contribuirían a que la variación anual del IPC de alimentos finalice el año en una tasa alta. El IPC de regulados se desaceleraría, pero registraría aumentos muy superiores al 3%. Por su parte, la inflación básica (sin alimentos ni regulados) continuaría su convergencia hacia la meta en lo que resta del año, consistente con el cierre gradual de la brecha del producto y con la disolución de los alivios de precios implementados al comienzo de la pandemia. Esto último estaría asociado con la reversión de la eliminación de los impuestos indirectos en los bienes de aseo e higiene personal, prevista para el tercer trimestre del año, siempre y cuando la emergencia sanitaria no se extienda más allá del 31 de agosto de 2021¹⁴. A ello se suman elevados precios internacionales de insumos, bienes básicos y costos de logística en el comercio mundial que, junto con presiones provenientes de la tasa de cambio, afectarían en general al IPC, sobre todo vía el segmento de bienes y alimentos. Esta última canasta también enfrentaría limitaciones en la oferta de varios de sus componentes, especialmente en las proteínas animales, afectando al alza sus precios durante algunos meses. De igual manera, la base baja de comparación estadística en algunos componentes seguirá impactando la variación anual de los precios en lo que resta del año. Con todo lo anterior, para el cierre de 2021 el equipo técnico del Banco proyecta que la inflación total se ubicaría alrededor del 4,1%.

Las expectativas de inflación de los agentes sugieren incrementos transitorios de la inflación, pero permanecen cercanas a la meta para finales de 2022. En los meses recientes las medidas de expectativas de inflación tendieron a incrementarse y sugieren que la inflación total se ubicaría por encima del 3% a finales de año. No obstante, al cierre de 2022 las expectativas de inflación se ubican en valores cercanos a la meta. En particular, la medición obtenida a partir de la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos* del Banco, aplicada en julio, muestra una inflación esperada a finales de 2021 del 3,7%, y a doce y veinticuatro meses del 3,2% y 3,1%, respectivamente. Por su parte, los cálculos derivados a partir de los títulos de deuda pública (*break even inflation*, BEI) para julio¹⁵ muestran expectativas de inflación a dos, tres y cinco años de 2,7%, 3,1%, 3,6%, en su orden.

Este pronóstico de inflación enfrenta riesgos y una elevada incertidumbre. La evolución futura de los precios en la economía colombiana sigue rodeada de un nivel de incertidumbre más alto que el habitual. Aunque se espera que se mantengan presiones al alza provenientes de los precios internacionales y de los costos de logística en el comercio mundial, se estima que estos empezarán a disminuir gradualmente a partir del cuarto trimestre del año. Sin embargo, sendas menos favorables de estas variables podrían presionar al alza la inflación en el país en una mayor magnitud en lo que resta de 2021, y persistir por un tiempo más prolongado. Probables nuevas olas de contagio del Covid-19, nuevos bloqueos a las vías y aumentos no esperados en la tasa de cambio también son una fuente importante de incertidumbre sobre la inflación. Los anteriores riesgos serían de carácter transitorio, se revertirían en el siguiente año y contribuirían a reducir la inflación en 2022. No obstante, una inflación superior a la meta a finales de 2021 podría tener efectos sobre las expectativas de inflación y sobre los precios indexados de la economía.

14 La vigencia del no cobro del IVA a los bienes de higiene y aseo está atada a la existencia de la emergencia sanitaria, que en principio finalizaría en agosto de este año. Si aquella se extiende por más tiempo, se seguiría aplazando el cobro del IVA a estos bienes.

15 Con información al 21 de julio.

2.3 Evolución y perspectivas de la balanza de pagos

En el período enero-marzo de 2021 el déficit en la cuenta corriente, tanto en dólares como en proporción del PIB, se incrementó frente al mismo período del año anterior. A pesar de las cambiantes condiciones económicas y financieras nacionales e internacionales, propiciadas por la pandemia del Covid-19, el primer trimestre de 2021 se caracterizó por la recuperación en la demanda interna, lo cual se manifiesta en la ampliación del déficit corriente, compensado parcialmente por el mejoramiento en los precios de los principales bienes de exportación. Como resultado de lo anterior, entre enero y marzo de 2021 el déficit corriente del país aumentó, al estimarse en el 4,8% del PIB trimestral, frente al 3,5% observado un año atrás, y superior en 0,8 pp al registro del cuarto trimestre de 2020. Esto, en un entorno donde el balance ahorro-inversión del sector privado continúa siendo superavitario. El repunte de la actividad económica implicó un mayor desbalance comercial de bienes y servicios, en donde el incremento de las importaciones de bienes para la industria y la agricultura y los mayores pagos de servicios de transporte explicaron gran parte de la variación. Además, durante el primer trimestre de 2021 se presentó una reducción anual significativa del superávit asociado a los servicios turísticos, en tanto que se observaron egresos más altos por utilidades de las empresas con capital extranjero, no solamente por la recuperación en el crecimiento económico, sino también por mayores precios internacionales de los productos básicos. Por su parte, se observó un crecimiento dinámico de las exportaciones tanto de bienes no tradicionales, como de oro y de café, y de las remesas de trabajadores, las cuales disminuyeron el desbalance externo.

Durante el primer trimestre de 2021 la inversión extranjera directa (IED) se constituyó en la principal fuente de financiamiento externo. El incremento en el déficit corriente durante el primer trimestre del año tuvo como contrapartida unas entradas netas de capital por USD 3.162 m (4,2% del PIB trimestral), superiores en USD 996 m a lo observado durante el mismo período de 2020. Se resalta que, entre enero y marzo de 2021, la IED volvió a constituirse como la principal fuente de financiamiento externo (USD 2.703 m; 3,6% del PIB trimestral). Lo anterior contrasta con lo ocurrido en 2020, cuando la deuda externa pública se convirtió en la principal fuente de recursos para la financiación del déficit externo. A pesar de esto, el flujo de capital por IED disminuyó respecto al registro del primer trimestre del año anterior, principalmente por los menores aportes recibidos por ingresos de capital. Los ingresos por liquidación neta de capital colombiano en el exterior por USD 2.376 m, principalmente como consecuencia de la reducción de activos financieros (USD 3.542 m de entidades del sector público), se constituyeron en otra fuente importante de financiación del déficit corriente entre enero y marzo de 2021.

Para 2021 el equipo técnico proyecta que el déficit de la cuenta corriente presentaría un incremento anual debido a la reactivación esperada de la economía colombiana, ubicándose en 4,5 % del PIB en comparación con el 3,4 % observado en 2020. La ampliación del desbalance externo resultaría de la mayor absorción interna, acorde con un mayor déficit fiscal y con el repunte del consumo y la inversión por parte del sector privado. Esto último, junto con un impulso nominal adicional proveniente de las expectativas mundiales de altos precios de insumos y productos, así como las altas tarifas de transporte marítimo de mercancías, propiciarían el crecimiento de las importaciones de bienes y servicios en dólares. Asimismo, las mayores utilidades de las empresas con participación accionaria extranjera contribuirían a la expansión del déficit, debido no solo al crecimiento de la demanda interna, sino también a la recuperación de los precios del petróleo y el carbón. No obstante, el pronóstico del déficit de la cuenta corriente prevé dinámicas que limitarían su ampliación anual. Entre estas se encuentran la recuperación de los términos de intercambio y de la demanda externa, y los ingresos por remesas de trabajadores que se mantendrían en niveles altos. Se estima que las exportaciones de bienes muestren crecimientos significativos en 2021, fruto de la mayor demanda de nuestros socios comerciales y de los aumentos en los precios inter-

nacionales de las principales materias primas de exportación. Se prevé que las ventas externas de petróleo, bienes industriales, oro y de los principales productos agrícolas (café, flores y banano) lideren el repunte. Sin embargo, se resalta que las restricciones a la producción y al transporte, derivados de los bloqueos viales en el segundo trimestre de 2021, habrían restado fuerza a la recuperación de las exportaciones. Adicionalmente se espera que, en el presente año, los volúmenes exportados de carbón y petróleo no alcancen los niveles previos a la pandemia. La proyección del déficit de la cuenta corriente presenta alta incertidumbre debido a diferentes factores, como la evolución de la pandemia y su impacto económico, los múltiples choques que afectan el precio del petróleo, el efecto sobre las remesas de la dilución del estímulo fiscal en los Estados Unidos, el incremento de las tasas de interés internacionales, entre otros.

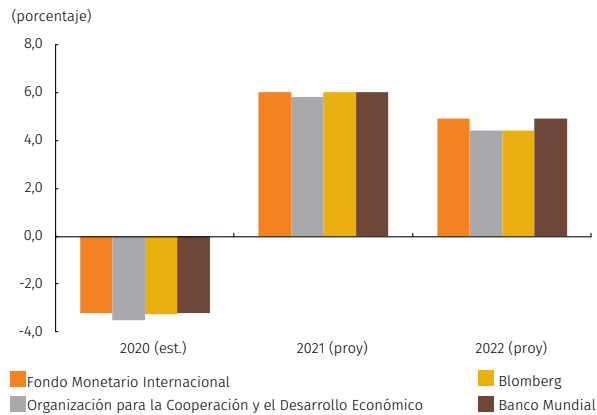
El equipo técnico proyecta que durante 2021 el país continuaría con el acceso a diversas fuentes de capitales externos para financiar todas sus operaciones corrientes, pero a mayor costo y con alta incertidumbre en las condiciones de financiamiento. Se prevé que los capitales provenientes de las IED y los obtenidos por el sector público superen el déficit de la cuenta corriente proyectado para el año, financiamiento que contrastaría con la constitución de activos o la reducción de pasivos en el exterior por parte del sector privado. En particular, las expectativas de altos precios internacionales para los productos básicos exportados por el país y la recuperación de la actividad económica local impulsarían las inversiones directas en Colombia durante el año. En 2021 los niveles de la IED serían inferiores a los observados antes de la pandemia, pero seguirían equivaliendo a una parte significativa del déficit en la cuenta corriente. Por su parte, el financiamiento externo del sector público se obtendría con diferentes mecanismos, entre los que primarían la emisión de bonos, la adquisición de préstamos y la liquidación parcial de activos en el exterior. En adelante, se resalta que existen riesgos al alza sobre el costo del financiamiento externo, tanto por la velocidad de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos como por la dinámica futura de la prima de riesgo, dada la situación fiscal de Colombia. Teniendo en cuenta que el equipo técnico espera una ampliación del déficit en la cuenta corriente para 2021, se continuarían acumulando desbalances externos en el país en un entorno de riesgos al alza sobre el costo de financiamiento externo.

2.4 Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional

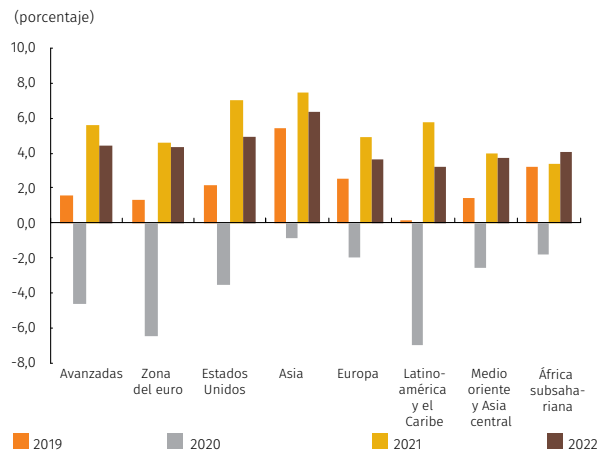
En lo corrido de 2021 el crecimiento económico mundial se recuperó frente al fuerte deterioro registrado el año anterior, dinámica que se podría mantener en lo que resta del año en medio de una alta incertidumbre sobre la evolución e impacto de la pandemia. Diferentes analistas y organismos internacionales esperan en 2021 un crecimiento de la economía mundial entre el 5,8% y el 6%, lo que significa un repunte frente a la caída del año anterior, la cual fue cercana al 3,3% (Gráfico 2.7, panel A). Las políticas monetarias y fiscales expansivas de las principales economías han sido un factor importante para impulsar dicha recuperación. Asimismo, la vacunación contra el Covid-19 estaría permitiendo un mejor control del virus y avances en la reapertura de varias de las grandes economías del mundo. Además, según la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), las medidas sanitarias para contener el contagio parecen estar teniendo menor impacto en la actividad económica debido, en parte, a que estas son más focalizadas, y las empresas y los consumidores se han adaptado mejor al entorno actual. Vale la pena mencionar que podría persistir la heterogeneidad observada entre países del ritmo de crecimiento del PIB debido a las diferencias en el impacto de la pandemia, en la cobertura de la vacunación contra el virus y en las medidas de apoyo económico frente a la crisis, entre otros factores (Gráfico 2.7, panel B). En particular, se destaca la buena dinámica observada y las perspectivas de crecimiento para China y los Estados Unidos, países que lideran el repunte económico mundial en 2021. Por su parte, varios países de América Latina, dentro de los que se cuentan algunos

Gráfico 2.7
Crecimiento económico
(variación anual)

A. Crecimiento económico mundial



B. Crecimiento económico en diferentes grupos de países^{a/}



a/ Corresponde a las proyecciones hechas por el FMI en su reporte de julio de 2021.

Fuentes: Bloomberg, Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y OCDE.

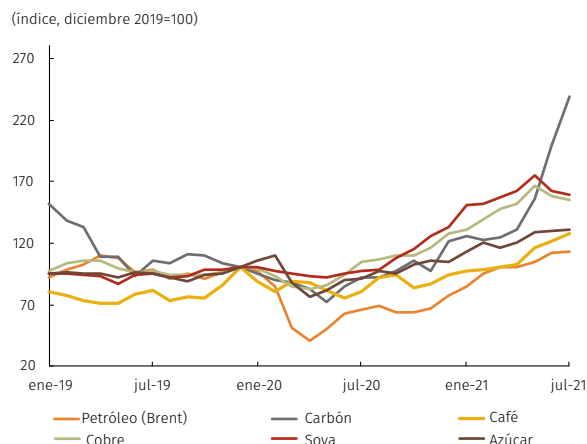
de los principales socios comerciales de Colombia, han sido altamente afectados por el Covid-19, lo que podría limitar su recuperación. Sin embargo, estos se estarían viendo beneficiados por la mayor demanda de sus exportaciones y mejores precios de las materias primas. De esta forma, en 2021 se espera un crecimiento del PIB promedio de nuestros socios comerciales del 6,0%, luego de registrar una contracción del 6,7% en 2020. La incertidumbre en materia de actividad económica externa continúa siendo elevada, pues se desconoce la evolución de la pandemia, en particular, las implicaciones de la aparición de nuevas cepas. Adicionalmente, las disrupciones en las cadenas globales de suministro podrían seguir afectando o limitando la expansión de la producción industrial y presionar la inflación al alza a escala global. Por su parte, existen riesgos sobre las condiciones financieras externas asociados a una normalización más rápida de lo esperado de la política monetaria en los Estados Unidos.

En la primera mitad de 2021 los precios de varios productos básicos exportados por el país aumentaron de forma significativa, lo que ha favorecido el repunte de nuestros términos de intercambio. En el promedio del primer semestre de 2021 los precios internacionales del café, del carbón y del petróleo se ubicaron por encima de los observados antes de la pandemia (Gráfico 2.8, panel A). De esta forma, los términos de intercambio mejoraron un 17% entre enero-abril de 2021 frente al mismo período de 2020. Para el caso del crudo, que es el principal producto de exportación colombiano, su cotización en el primer semestre del año se vio favorecida por la mejor dinámica de la demanda global por hidrocarburos asociada con la recuperación del crecimiento mundial y sus mejores perspectivas, así como a la mayor movilidad de la población. A esto se suma que, pese al aumento de la oferta de petróleo, esta se mantuvo limitada por los recortes a la producción por parte de la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP) y sus aliados, y por la recuperación relativamente lenta de la extracción en otros países, como los Estados Unidos. Con lo anterior, según la administración de información energética (EIA, por su sigla en inglés), para mayo los inventarios de crudo en los países de la OCDE se habrían reducido a niveles cercanos a los observados a finales de 2019. En el caso colombiano durante el primer semestre de 2021 la producción de petróleo y carbón no alcanzó las cantidades que se observaron previas a la pandemia¹⁶. Esto último ha limitado el impacto positivo de la recuperación de los precios internacionales de estos productos sobre las exportaciones y la actividad económica. La incertidumbre sobre la evolución del precio del petróleo sigue siendo elevada y su dinámica dependerá, en parte, de la decisión de la OPEP+ sobre sus niveles de producción, de las

16 Las afectaciones que persistieron en el primer semestre en la producción de carbón obedecen, parcialmente, al cierre de algunas minas desde 2020. Por su parte, con la caída de los precios internacionales del crudo en 2020 la producción de petróleo en Colombia se redujo de forma significativa y en el primer semestre de 2021 no alcanzó los niveles observados antes de la aparición del Covid-19. De acuerdo con la Agencia Nacional de Hidrocarburos y Campetrol, la actividad sectorial tampoco alcanzó los niveles observados en 2019, según lo muestran indicadores como el uso de taladros y número de pozos exploratorios. A lo anterior se suma el impacto sobre la producción de los problemas de orden público en mayo del presente año.

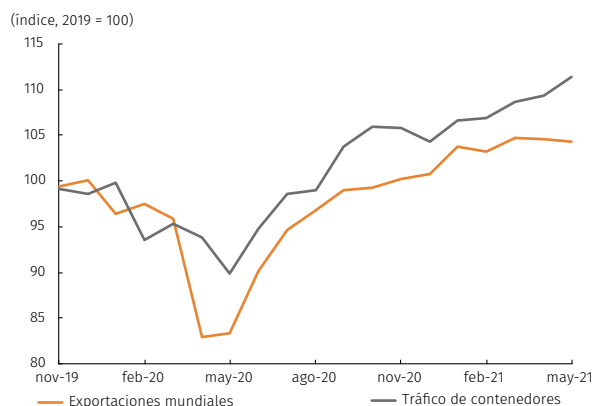
Gráfico 2.8

A. Precios de algunos bienes básicos exportados por los países de la región



Nota: los datos de julio corresponden al promedio al 27 de ese mes.
Fuentes: Bloomberg y Datastream; cálculos del Banco de la República.

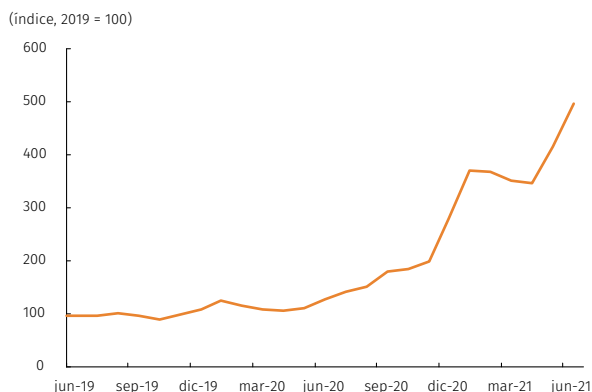
B. Exportaciones reales mundiales y tráfico de contenedores



Fuentes: Institute of shipping economics and logistics, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y Bloomberg.

Gráfico 2.9

Costo de transporte marítimo internacional de contenedores



Fuente: Bloomberg.

negociaciones del acuerdo nuclear con Irán y de la respuesta de otros países productores frente a los mayores precios. En cuanto a factores de demanda, la velocidad de reapertura y recuperación de la economía mundial y la efectividad del control de la pandemia en grandes países consumidores de crudo son factores relevantes que incidirían en este precio.

La recuperación del comercio exterior se ha dado junto con un aumento en los precios de las materias primas y en los costos de los servicios logísticos de transporte y deterioros en las cadenas de suministro. Lo anterior estaría generando presiones sobre la inflación global, en principio transitorias. La recuperación de la economía mundial y el aumento de la demanda por bienes (Gráfico 2.8, panel B) se han dado en medio de cuellos de botella y disrupciones en las cadenas globales de suministro en diferentes mercados, lo que ha impulsado al alza los precios internacionales de insumos y productos. Un ejemplo de lo anterior ha sido la escasez de semiconductores y su impacto sobre la industria automotriz. En el caso de las materias primas, se han registrado crecimientos generalizados en sus precios, incluyendo el petróleo, los minerales y los alimentos (Gráfico 2.8, panel A). Para este último grupo de bienes se destacan los mayores precios del maíz, el aceite de palma, y la soya y sus derivados, productos que se han caracterizado por una fuerte demanda, incluyendo la de China, y una oferta limitada que en algunos casos responde a factores climáticos y el efecto de la pandemia. A lo anterior se suma el incremento en los costos de transporte de mercancías que, según la OCDE, está relacionado, en parte, con el aumento en la demanda de bienes durables producidos en Asia y con afectaciones al funcionamiento de puertos y terminales debido a las restricciones sanitarias derivadas de la pandemia (Gráfico 2.9).

Se han observado aumentos de la inflación y sus expectativas en varias economías. En junio en los Estados Unidos la inflación total anual fue del 5,4% y la inflación básica del 4,5%, resultados que fueron superiores a lo esperado por el mercado. A esta elevada inflación total contribuyeron las bajas bases anuales de comparación, el incremento del precio internacional del petróleo, las disrupciones en las cadenas globales de suministro, la reapertura de varios sectores y los mayores costos laborales, todo lo anterior en un entorno de recuperación de la demanda. Hacia adelante las expectativas de inflación se han incrementado y se ubican para finales de 2021 por encima del 4,0%. La Reserva Federal de los Estados Unidos ha señalado que parte de los factores que presionan la inflación al alza serían transitorios y las perspectivas de los analistas muestran que para finales de 2022 la inflación total se ubicaría algo por encima del 2,0%. En cuanto a la región, se han observado en varios países inflaciones anuales y expectativas para el último trimestre de 2021 superiores a las respectivas metas de largo plazo. Por ejemplo, en junio la inflación de Brasil y México fue del 8,35% y 5,88%, respectivamente. Los resultados en materia inflacionaria y sus riesgos al alza han contribuido a que los bancos centrales de estos países hayan incrementado sus tasas de política monetaria en los últimos meses.

En el corrido del año hasta junio los flujos por remesas de trabajadores han continuado aportando a la dinámica del in-

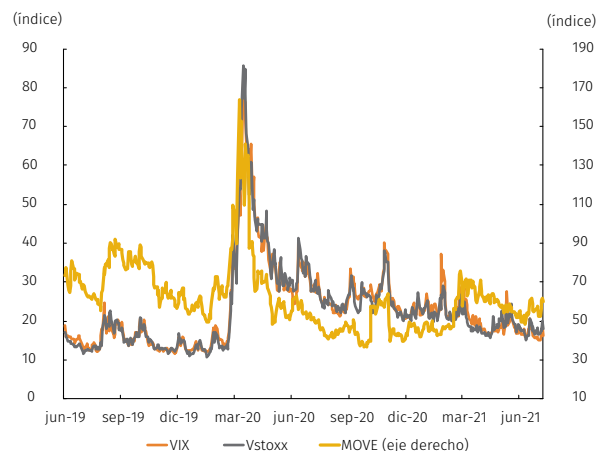
greso nacional. Entre enero y junio de 2021 se registraron ingresos de remesas por USD 3.987 m, lo que representa un incremento del 29% y del 24% frente al mismo período de 2020 y 2019, respectivamente. En el primer trimestre del año el destino geográfico de estos recursos se concentró en los departamentos del Valle del Cauca, Antioquia y Cundinamarca. Para el mismo período, las remesas de trabajadores y su crecimiento se originó principalmente en los Estados Unidos, seguido de España, países que históricamente han sido fuente importante de estos ingresos y donde se encuentra una buena proporción de los colombianos que viven en el exterior. En estos países los apoyos gubernamentales y las mejoras en el mercado laboral estarían favoreciendo el ingreso de los hogares. Además, mantener el bienestar de las familias es una de las motivaciones de los migrantes para enviar remesas al país de origen, con lo cual las altas tasas de desempleo y el aumento de la pobreza en Colombia podrían estar impulsando las entradas de estos recursos. Vale la pena mencionar que el incremento de las remesas de trabajadores no es exclusivo de Colombia, y que en otras economías de la región también se observan estas dinámicas. En adelante, el comportamiento de la migración, las condiciones económicas internas y en los países donde residen los migrantes, así como la dilución del estímulo fiscal en los Estados Unidos serían factores determinantes de las remesas de trabajadores.

En la primera mitad de 2021 Colombia mantuvo el acceso a diversas fuentes de financiamiento externo en un entorno de amplia liquidez internacional, a pesar del incremento de la prima de riesgo de Colombia y de las mayores tasas de largo plazo en varias economías avanzadas. En el primer semestre del año la Reserva Federal de los Estados Unidos y el Banco Central Europeo mantuvieron su política monetaria expansiva y anunciaron que sostendrían esa postura hasta alcanzar sus objetivos de largo plazo, lo cual ha favorecido las condiciones de liquidez internacional. No obstante, al cierre del semestre las tasas de interés de los títulos del tesoro estadounidense, incluyendo las de largo plazo, se ubicaron por encima de lo observado a comienzos del año, en un escenario de un fuerte estímulo fiscal y mayores expectativas de crecimiento económico, inflación y empleo. En adelante existe incertidumbre en los mercados sobre la evolución de las variables que puedan afectar la velocidad de normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, tanto en su hoja de balance como en su tasa de interés de política, proceso que, de darse de forma rápida o no anticipada, podría generar unas condiciones financieras externas menos favorables para los países emergentes. En este entorno, que además incluyó mayores precios del petróleo, durante el primer semestre de 2021 Colombia presentó aumentos de las tasas de interés de los títulos de deuda pública, incrementos en su prima de riesgo y una depreciación de la moneda, todo esto frente a lo registrado al cierre del año anterior (Gráfico 2.10, paneles B y C, y más adelante Gráfico 2.13 p. 36). En particular los *credit default swaps* (CDS) a cinco años, la tasa de cambio peso-dólar y la tasa cero cupón TES en pesos a diez años se ubicaron en promedio en el mes de junio en 135 pb, COP 3.693 por dólar y 753 pb, respectivamente. Estas cifras son superiores a lo registrado en diciembre de 2020 y en el año previo a la pandemia¹⁷. Relacionado con estos resultados, y como se detalla en la sección 2.5, el 19 de mayo S&P Global Ratings redujo la calificación crediticia para la deuda pública colombiana de largo plazo en moneda extranjera de BBB- a BB+ con perspectiva estable y el 1 de julio Fitch Ratings también rebajó de BBB- a BB+ la calificación para la deuda en moneda extranjera y local de largo plazo del país. Ambas agencias calificadoras destacaron la situación fiscal del país como un factor determinante para esta decisión. En cuanto a los flujos de capital, la balanza de pagos reportó una mejora de la inversión extranjera directa en el primer trimestre del año, en comparación con el cierre del año 2020; y las cifras de la balanza cam-

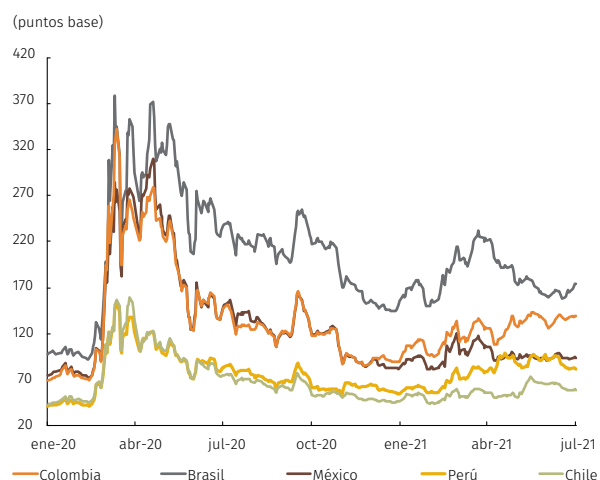
¹⁷ En promedio, en diciembre de 2020 los CDS a cinco años, la tasa de cambio peso-dólar y la tasa cero cupón TES en pesos a diez años fueron 90 pb, COP 3.468 y 588 pb. En promedio en 2019 los CDS a cinco años, la tasa de cambio peso-dólar y tasa cero cupón TES en pesos a diez años fueron 99 pb, COP 3.282 y 650 pb.

Gráfico 2.10
Índice de volatilidad en los mercados financieros internacionales, tasa de cambio nominal y prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunas economías de la región

A. Índices de volatilidad financiera



B. CDS a 5 años



C. Tasa de cambio nominal



Fuente: Data License.

biaria muestran una recuperación trimestral de la inversión de portafolio en el segundo trimestre de 2021. Esto indica que el país mantiene el acceso a diferentes fuentes de financiamiento externo, aunque a un mayor costo.

2.5 Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito

2.5.1 Mercados financieros

En lo corrido de 2021 la mayoría de los mercados financieros internacionales, a excepción del mercado accionario, se deterioraron como consecuencia de la incertidumbre frente al movimiento de las tasas de interés de la Reserva Federal (Fed) y a la evolución del proceso de vacunación en el mundo. Durante el primer trimestre los mercados financieros se vieron afectados negativamente por el aumento de la percepción de riesgo internacional ante el incremento de nuevos casos de Covid-19, la aparición de nuevas cepas, la incertidumbre frente al proceso de vacunación (especialmente en países emergentes) y el aumento de las tasas de los bonos del tesoro de los Estados Unidos. Esto último ha estado asociado a las expectativas de un incremento del rango de las tasas de los fondos federales por parte de la Fed antes de lo previsto, como respuesta a las mejores cifras de actividad económica y a las presiones inflacionarias asociadas a una rápida recuperación económica, así como por el mayor gasto fiscal, que a su vez amplió el déficit (Gráfico 2.10, panel A). A partir del segundo trimestre, los aumentos de las tasas de los tesoros estadounidenses se moderaron en la medida en que el mercado asumió que las presiones inflacionarias podrían ser transitorias. Así, durante ese trimestre, los mercados financieros internacionales se vieron influenciados en su mayoría por factores locales, en especial los mercados financieros de la región¹⁸. Por su parte, los mercados accionarios globales no fueron tan sensibles a la evolución de las expectativas de la política monetaria internacional y se han visto soportados por la evolución favorable de las cifras de crecimiento económico. En este contexto, durante el año se ha observado un incremento en las medidas de riesgo de los países emergentes. En el caso de Latinoamérica, a pesar del aumento del precio de algunos productos básicos importantes para la región, como el petróleo y el cobre, las primas de riesgo se han visto afectadas por algunos factores locales, dentro de los que se destacan la incertidumbre política, fiscal y sanitaria (asociada al menor ritmo de vacunación). Así, al 9 de julio de 2021 los CDS a cinco años habían aumentado 49 pb en Colombia, 30 pb en Brasil, 25 pb en Perú, 13 pb en Chile y 11 pb en México (Gráfico 2.10, panel B).

En Colombia, durante lo corrido del año, gran parte de los mercados financieros se han deteriorado en mayor medida frente a los de países emergentes y de la región. Los merca-

18 En la región, por ejemplo, los mercados financieros en Chile y Perú se han visto afectados por la incertidumbre política tras las elecciones locales y de convencionales constituyentes en Chile, y las elecciones presidenciales en Perú. En Brasil, por su parte, los mercados han estado influenciados en mayor medida por la incertidumbre en el frente fiscal.

dos financieros colombianos se han visto afectados por algunas restricciones a la movilidad, las preocupaciones respecto al proceso de vacunación en el país y a la situación fiscal, la incertidumbre asociada a la discusión de la reforma fiscal en el Congreso y su posterior retiro, las manifestaciones y bloqueos viales en varios puntos del país, y en buena medida por la incorporación de las expectativas de una rebaja de la calificación crediticia del país por debajo del nivel de grado de inversión. El 19 de mayo de 2021 S&P Global Ratings (S&P) redujo la calificación de riesgo al país por debajo del grado de inversión, con perspectiva estable, citando, entre otras razones, un ajuste fiscal que podría ser prolongado. Posteriormente, el 1 de julio Fitch Ratings tomó la misma decisión, citando razones similares a las de S&P.

Acorde con la caída de los precios en los activos financieros, se ha observado una reducción en sus indicadores de liquidez, si bien estos se encuentran en mejores niveles a los observados durante los inicios de la crisis del Covid-19 (marzo de 2020). Particularmente, los TES presentaron una mejora de su liquidez a inicios del año y hasta mediados de febrero, momento en el cual las tasas de los tesoros en los Estados Unidos empezaron a aumentar de manera importante, afectando negativamente el desempeño de los TES. Luego, se observó una reducción en la liquidez en estos títulos, lo que llevó a que el promedio del *bid ask spread* (BAS)¹⁹ en lo corrido del año fuera menor al promedio observado en el segundo semestre de 2020²⁰. Asimismo, el mercado cambiario presentó un deterioro de su liquidez²¹ durante lo corrido del año. En particular, se destaca que, posterior al anuncio de las calificadoras de rebajar la calificación de riesgo de Colombia, se observaron episodios de mayor deterioro en la liquidez de este mercado²².

El peso colombiano se ha depreciado como reflejo de la mayor percepción de riesgo y de la evolución de algunos factores locales. Durante lo corrido del año²³ el dólar estadounidense se fortaleció en un 2,7% frente a sus principales cruces²⁴ y en un 3,7% frente a las principales monedas latinoamericanas²⁵. Frente al dólar de los Estados Unidos, en la región se han depreciado el peso colombiano (11,6%), el sol peruano (9,6%), el peso chileno (5,1%) y el real brasileño (1,3%), mientras que se ha apreciado el peso mexicano (0,2%) (Gráfico 2.10, panel C). El peso colombiano se depreció frente al dólar, inicialmente reflejo de un contexto internacional menos favorable para activos riesgosos y, posteriormente, influenciado por los factores locales ya mencionados. No obstante, el aumento en los precios del petróleo²⁶, las ventas de dólares por parte de la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro

19 El BAS se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 a. m. y las 12:30 p. m. de cada día para los títulos. A los títulos sin posturas se le asigna el máximo BAS del día para los títulos que presentaron posturas. Por tanto, un aumento del indicador refleja una menor liquidez.

20 Durante enero y la primera quincena de febrero el BAS promedio de los TES en pesos se ubicó en 1,9 pb, por debajo del promedio de 4,1 pb observado durante el segundo semestre de 2020. Desde mediados de febrero y hasta el 19 de mayo (recorte de la calificación por parte de S&P) el BAS promedio aumentó a 4,8 pb, y posteriormente se observaron aumentos marginales de 0,2 pb.

21 Para el mercado cambiario el BAS se calcula como el promedio de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta en la sesión *spot* de *setfx* para cada segundo entre las 8:30 a. m. y la 1:00 p. m. de cada día.

22 El BAS promedio se ubicó en COP1,87 en el primer semestre de 2021 frente a COP1,70 del segundo semestre de 2020.

23 Información con corte al 9 de julio de 2021.

24 De acuerdo con el DXY, que incluye el euro, el yen japonés, el dólar canadiense, la libra esterlina, la corona sueca y el franco suizo. Este grupo de monedas corresponde a aquellas de los principales socios comerciales de los Estados Unidos.

25 De acuerdo con el *Latam Currency Index* (LACI), índice que recoge el comportamiento de las principales monedas latinoamericanas frente al dólar: el real brasileño (33%), el peso mexicano (33%), el peso chileno (12%), el peso argentino (10%), el peso colombiano (7%) y el sol peruano (5%).

26 Durante lo corrido de 2021 el precio del petróleo Brent aumentó 46% y el del WTI 54%.

Gráfico 2.11
Tasa de cambio nominal



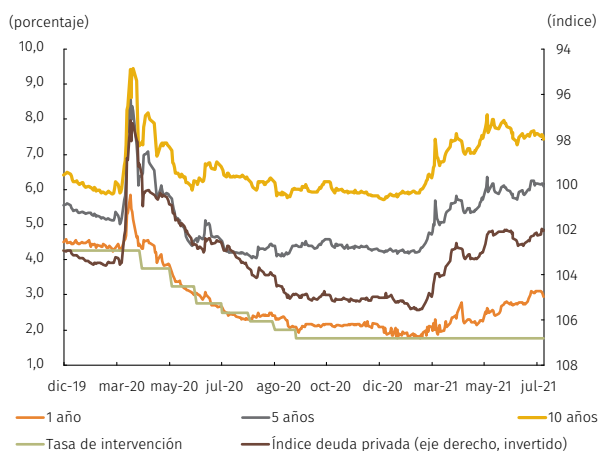
Fuente: Data License. Datos al 9 de julio de 2021.

Gráfico 2.12
Índices de tasas de interés en algunas economías de Latinoamérica



Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.13
Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria



Fuentes: SEN y Master Trader; cálculos del Banco de la República.

Nacional (DGCPTN) y los flujos de entrada de dólares por parte de inversionistas extranjeros durante el segundo trimestre pudieron haber contenido las presiones alcistas sobre la tasa de cambio (Gráfico 2.11).

Durante lo corrido de 2021 se observaron deterioros en la deuda pública local y externa e ingresos de inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública local. Durante el primer trimestre las tasas de interés de los títulos de deuda pública y privada aumentaron, acorde con lo observado en los demás países de la región tras el aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos (Gráfico 2.12). A partir del segundo trimestre las tasas continuaron aumentando a causa de la incertidumbre local y de las expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva por parte del Banco de la República²⁷ (Gráfico 2.13). En este contexto de aumento de tasas de interés (durante lo corrido del año la tasa de los TES a diez años aumentó 167 pb), los inversionistas extranjeros han demandado en neto durante el año TES por COP10,6 b²⁸, especialmente desde abril. De acuerdo con varios analistas del mercado, la marcada demanda por parte de los inversionistas extranjeros se explica por las expectativas de correcciones en los precios de estos títulos, al considerar que ya habrían incorporado en gran parte la incertidumbre local y una posible pérdida del grado de inversión. En este sentido, tras la decisión de S&P y Fitch, las tasas de largo plazo disminuyeron parcialmente.

Durante el año²⁹ el índice Colcap ha presentado desvalorizaciones del 10,1%. En lo corrido del año el índice Colcap ha presentado un importante rezago frente a otros índices accionarios de la región (+2,6%), lo cual ha estado explicado por los factores locales ya mencionados. Adicionalmente, se ha visto presionado por el bajo desempeño de las acciones del sector financiero y las continuas salidas por parte de inversionistas extranjeros, quienes han vendido en neto COP1.248 mm (hasta junio).

A lo largo del año los mercados venían incorporando en el precio de los activos la expectativa de una posible reducción en la calificación crediticia de la deuda colombiana, con lo que, después de la decisión de S&P y Fitch, no se observó un impacto posterior significativo sobre el mercado de deuda local y sobre la tasa de cambio. El 19 de mayo S&P decidió retirarle al país el grado de inversión en moneda extranjera. De acuerdo con la calificadora, esta decisión se tomó como consecuencia de la expectativa de que el ajuste fiscal sería más prolongado y gradual que lo esperado antes, lo que reduce la probabilidad de frenar en el corto plazo el deterioro

27 De acuerdo con la *Encuesta mensual de expectativas* del Banco de la República, en enero la mediana de los analistas esperaba un primer aumento de la tasa de política en diciembre de 2021, mientras que en junio los analistas indicaron que esperan un primer incremento en octubre. A veinticuatro meses la tasa esperada pasó del 3,25% en enero al 3,5% en junio.

28 Estos inversionistas han demandado TES por COP9,0 b en el mercado de contado y COP1,6 b en el mercado a futuro al 9 de julio.

29 Información al corte del 9 de julio de 2021.

de las finanzas públicas. Sin embargo, la nueva calificación tiene una perspectiva estable debido a que la calificadora espera que la recuperación económica, junto con los ajustes fiscales, logren estabilizar la carga de la deuda del país dentro de los próximos dos a tres años. El día posterior al anuncio sorpresivo (en abril de 2021 la calificadora había confirmado la nota soberana en grado de inversión) por parte de S&P, los activos financieros colombianos presentaron un deterioro marginal que se corrigió durante los días posteriores³⁰, evidenciando que los activos financieros ya habían incorporado en sus precios la posible pérdida del grado de inversión durante los meses previos. Posteriormente, el 1 de julio Fitch Ratings replicó la decisión que había tomado S&P. Esta calificadora manifestó que la rebaja refleja el deterioro de las finanzas públicas con grandes déficits fiscales para el período 2020-2022, un nivel de deuda pública en aumento y una menor confianza en la capacidad del Gobierno para conducir de manera creíble la deuda en una trayectoria descendente en los próximos años.

Para el segundo semestre de 2021 el desempeño de los mercados financieros locales, así como posibles cambios en la calificación crediticia por parte de otras agencias, dependerá del programa de ajuste fiscal que se apruebe en el Congreso, del número de personas vacunadas, de la velocidad de recuperación del empleo y la economía, y del contexto externo. El desempeño de los mercados financieros dependerá, en buena medida, de la reforma fiscal que apruebe el Congreso en el segundo semestre. El mercado espera que la reforma consiga recursos adicionales superiores al 1% del PIB en el mediano plazo, con el fin de estabilizar y eventualmente reducir la trayectoria de la deuda pública. El desempeño de los mercados también dependerá de la velocidad de la vacunación (el 7 de julio el país superó las 20 millones de dosis aplicadas)³¹, el ritmo de recuperación del empleo y la economía (la tasa de desempleo nacional en mayo se ubicó en el 15,6%, inferior al 21,4% observado en mayo de 2020, pero aún por encima del 10,5% de mayo de 2019), así como del contexto externo (tasas de interés en los Estados Unidos, crecimiento de los socios comerciales, precios de las materias primas, entre otros).

2.5.2 Intermediación financiera de los establecimientos de crédito

La cartera total como porcentaje del PIB se encuentra en niveles superiores a los observados en el período prepandemia; no obstante, en lo corrido de 2021 el aumento de los desembolsos ha sido inferior al crecimiento del producto. Este desempeño del crédito ha estado determinado tanto por factores de oferta como de demanda.

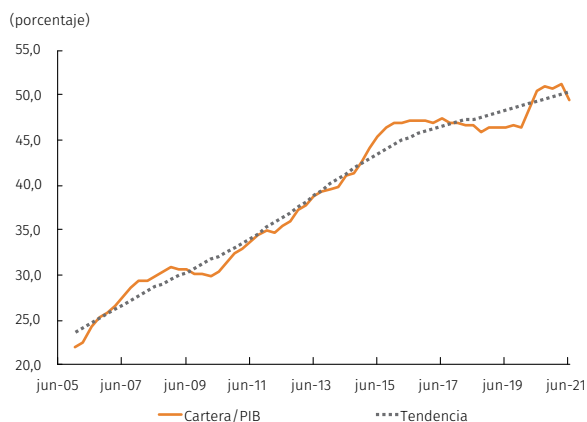
A marzo de 2021 la cartera como porcentaje del PIB se encontraba por encima de los niveles observados antes de la pandemia y de su tendencia de mediano plazo (Gráfico 2.14, panel A). Sin embargo, el comportamiento de los desembolsos trimestrales de la cartera total se ha tornado débil en los meses recientes, ya que presentaron una fuerte caída después del choque de la pandemia en marzo de 2020, y su tasa de crecimiento en los meses siguientes fue mucho menor que la del producto. Si bien el indicador trimestral de desembolsos sobre PIB muestra una recuperación en los últimos meses, este no ha alcanzado los niveles registrados antes de la crisis (Gráfico 2.14, panel B). El desempeño reciente del crédito ha estado determinado tanto por elementos de oferta como de demanda. De acuerdo con la *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia* del Banco de la República, la percepción de los establecimientos de crédito (EC) con respecto a la demanda de préstamos presentó una fuerte caída después de septiembre de 2019 y logró ubicarse en terreno positivo

30 El día posterior al anuncio de la decisión, el peso colombiano se depreció un 1,06%, el índice Colcap disminuyó un 0,87%, el CDS a cinco años aumentó 2 pb, y los TES denominados en pesos se desvalorizaron 6 pb en promedio.

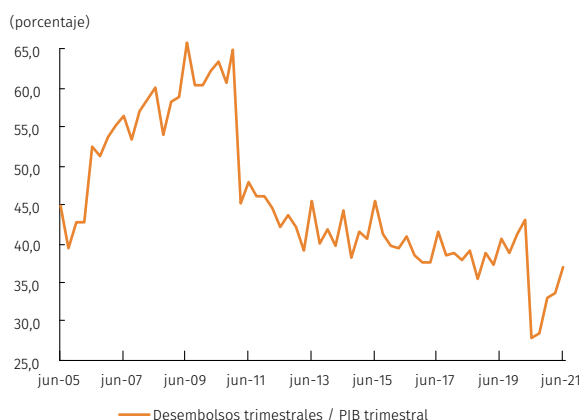
31 De acuerdo con cifras del Ministerio de Salud.

Gráfico 2.14
Cartera y desembolsos sobre PIB

A. Cartera/PIB



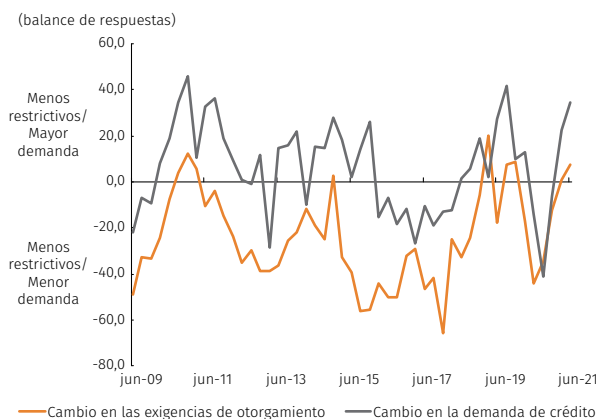
B. Desembolsos trimestrales / PIB trimestral



Nota: la tendencia se calcula empleado el filtro de Hodrick-Prescott con parámetro lambda de 1600. Los datos de PIB de junio de 2021 son proyecciones con base en el Informe de Política Monetaria de abril de 2021.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia (balances de los establecimientos de crédito y formato 088) y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.15
Indicadores de percepción de oferta y demanda para los establecimientos de crédito



Fuente: Banco de la República, Encuesta de la situación del crédito en Colombia.

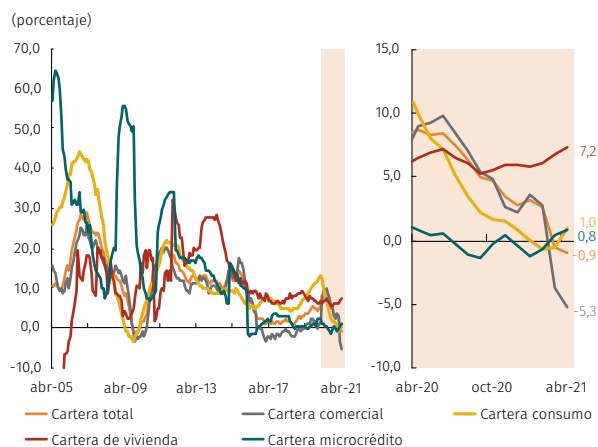
solo hasta el primer trimestre de 2021³². Por su parte, las entidades incrementaron sus exigencias para otorgar créditos durante todo 2020, dado el aumento en la percepción y materialización del riesgo en la economía derivado de la crisis sanitaria, y solo en la encuesta más reciente el indicador registra niveles cercanos a cero³³ (Gráfico 2.15).

La dinámica de la cartera ha sido heterogénea entre las modalidades de crédito. En el transcurso de 2021 se destacan los desembolsos de vivienda, con crecimientos más altos que los del producto y en niveles máximos históricos. El aumento en las exigencias para otorgar nuevos créditos por parte de las entidades y la menor demanda de empresas y hogares ha generado un menor dinamismo de la cartera total (Gráfico 2.16, panel A), aunque con un comportamiento heterogéneo. La cartera hipotecaria, que representa cerca del 15% del total, fue la única modalidad cuyo saldo siguió aumentando de forma sostenida desde marzo de 2020. Sus desembolsos alcanzaron máximos históricos³⁴, con crecimientos importantes frente a 2020, e incluso frente a 2019, en particular para el segmento no VIS³⁵. Esto es acorde con el dinamismo que ha registrado el mercado de vivienda durante 2021, en un contexto de programas para impulsar la compra de vivienda nueva por parte del Gobierno. Para la cartera comercial y la de consumo, en lo corrido de 2021 el crecimiento del volumen ha sido bajo y se ha visto afectado por los cambios de nivel que sufrieron estas modalidades durante el segundo trimestre de 2020³⁶. Por su parte, los desembolsos de estas modalidades fueron levemente menores que los de 2019. Frente a 2020 los desembolsos de la cartera comercial en lo corrido de 2021 han sido similares en monto, aunque con cambios en composición a favor de los preferenciales y de tesorería. Para las carteras de consumo (incluyendo tarjetas de crédito) y microcrédito, la recuperación en los desembolsos frente a 2020 ha sido significa-

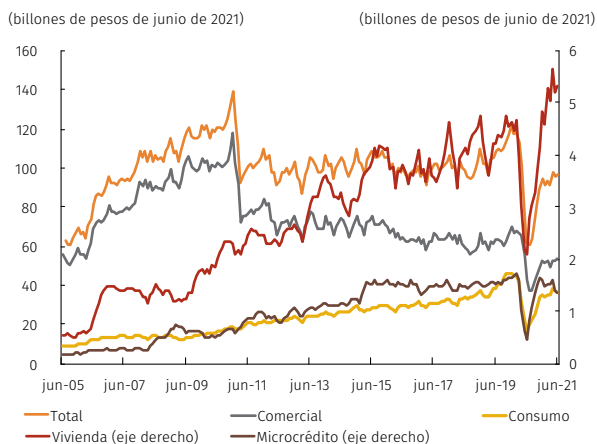
- 32 La Encuesta de expectativas económicas del Banco de la República también apunta a una recuperación de la percepción de disponibilidad de crédito, aunque se ubica por debajo de los niveles registrados en 2019.
- 33 Los indicadores de percepción del Gráfico 2.15 corresponden a un balance entre respuestas que indican aumentos o disminuciones de las percepciones de oferta o demanda de crédito con respecto al trimestre anterior. Dado esto, un indicador en terreno negativo indica que una mayoría de entidades perciben que la oferta o la demanda de crédito están disminuyendo.
- 34 Se cuenta con información desde mayo de 2002.
- 35 A mayo de 2021 los desembolsos trimestrales para adquisición de vivienda no VIS crecieron un 162,5% y para la VIS lo hicieron un 101,1% en términos anuales.
- 36 En el primer semestre de 2020 el crecimiento anual promedio de la cartera comercial fue del 2,0% (4,6% en el primer trimestre y -0,6% en el segundo) y el de la cartera de consumo del 2,2% (1,0% en el primer trimestre y 3,4% en el segundo). En el caso de la cartera comercial, al inicio de la pandemia los desembolsos se incrementaron de forma sustancial (y con ellos el saldo) ante la incertidumbre que las empresas enfrentaban sobre sus flujos de caja. Posteriormente, en el segundo semestre de 2020, una vez se evidenciaron las necesidades de caja efectivas, se redujo la demanda de crédito comercial y se reversaron varios de estos préstamos, lo que implicó caídas en el saldo de este tipo de cartera. En el caso de la cartera de consumo, contrario a lo registrado para la comercial, su saldo cayó en el segundo trimestre de 2020, y luego empezó a recuperarse.

Gráfico 2.16
Dinámica de la cartera por modalidad

A. Crecimiento real anual de la cartera

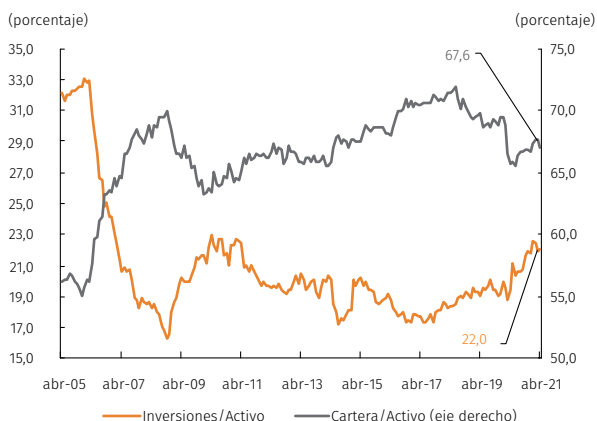


B. Desembolsos trimestrales/PIB trimestral



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia (balances de los establecimientos de crédito y formato 088) y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.17
Composición del activo de los establecimientos de crédito



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (balances de los establecimientos de crédito); cálculos del Banco de la República.

tiva, aunque continúan en niveles inferiores a los observados en 2019³⁷ (Gráfico 2.16, panel B).

El comportamiento de la cartera ha estado acompañado de una leve recomposición del activo de los EC, con una mayor contribución de los títulos de deuda pública. El menor crecimiento de la cartera ha coincidido con un aumento progresivo de las inversiones en el portafolio de activos de los EC, alcanzando una participación del 22,0% al cierre del primer trimestre de 2021, cifra que no se observaba desde mediados de 2011 (Gráfico 2.17). A mediados de 2020 los EC constituyeron inversiones obligatorias temporales en Títulos de Solidaridad por un monto cercano a los COP 10 b³⁸, lo cual implicó un crecimiento importante en el saldo de inversiones (cerca del 9% al momento en el que se constituyó la inversión forzosa). En los meses más recientes la participación de las inversiones dentro del total de activos ha tendido a estabilizarse.

En lo corrido del presente año las reducciones en la tasa de interés de política realizadas en 2020 continuaron transmitiéndose a las tasas de interés de los créditos. A junio de 2021, y a pesar de algunos aumentos en el mes de junio, las tasas de la mayoría de las modalidades de crédito mostraron una tendencia decreciente (excepto las categorías de tarjeta de crédito y microcrédito), y alcanzaron niveles mínimos históricos durante el semestre (Gráfico 2.18). En particular, frente a marzo de 2020 las tasas de interés de las carteras comercial, de consumo, de adquisición de vivienda no VIS y de adquisición de vivienda VIS bajaron 229 pb³⁹, 193 pb⁴⁰, 156 pb y 121 pb⁴¹, respectivamente. Por su parte, la tasa de tarjetas de crédito de personas naturales bajó 84 pb frente a marzo de 2020, y la de microcréditos subió 127 pb. De acuerdo con estudios previos, históricamente los movimientos de la tasa de política se transmiten más rápido a las tasas comerciales, seguida de las de consumo y, por último, las de tarjeta de crédito, hipotecarias y microcrédito. En las tres últimas categorías la transmisión

37 Frente a 2019, los desembolsos promedio comerciales en lo corrido de 2021 fueron inferiores en un 4,4% y los de consumo fueron menores en 2,0%, con una reducción importante en los diferentes a libranzas. Con respecto a 2020, en los créditos comerciales los desembolsos aumentaron 2,8%, con un aumento importante en los desembolsos preferenciales y de tesorería, y una reducción en los ordinarios. En consumo, el aumento en desembolsos ha sido más significativo, 33,8%, con un comportamiento similar tanto en libranzas como en distintos de libranzas.

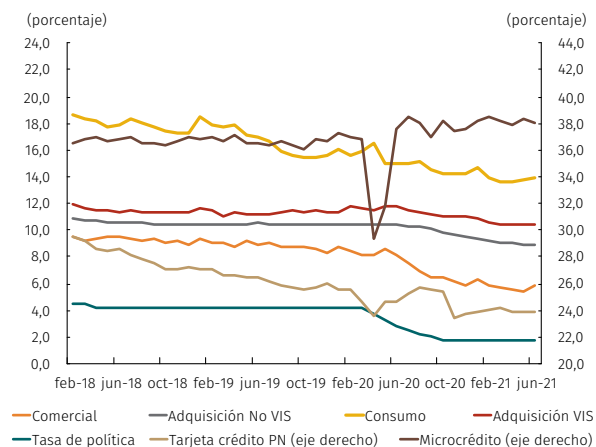
38 Decreto 562 de abril de 2020.

39 Frente a marzo de 2020, por submodalidades, las tasas de los créditos comerciales se redujeron 243 pb para preferencial, 225 pb para ordinario y 116 pb para tesorería.

40 Frente a marzo de 2020 la tasa de los créditos de consumo mediante libranza bajó 199 pb y la distinta de libranza lo hizo -137 pb.

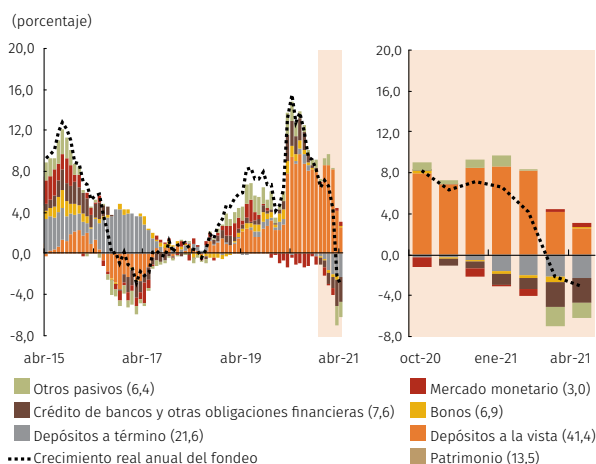
41 Parte de este descenso es efecto de la reducción en la inflación por medio de las tasas expresadas en UVR. Esto ha estado acompañado de un cambio en la composición de los créditos en favor de aquellos denominados en pesos, y ha reducido la participación de los denominados en UVR.

Gráfico 2.18
Tasa de política y tasas de interés activas



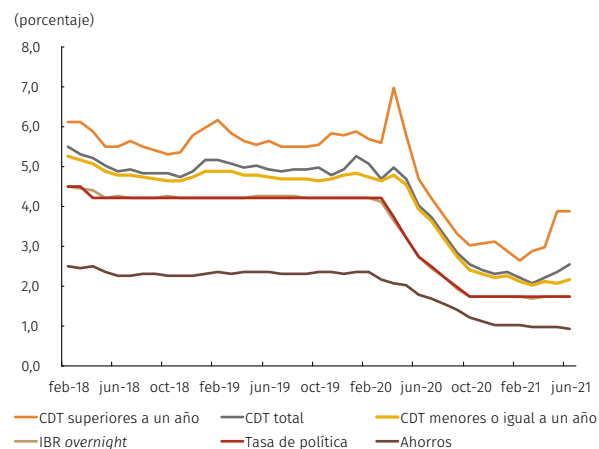
Nota: tasas mensuales promedio ponderado por monto.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 088); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.19
Crecimiento real anual del fondeo



Nota: en paréntesis se encuentra la participación de cada rubro en el fondeo (pasivo + patrimonio).
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (balances de los establecimientos de crédito); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.20
Tasa de política, IBR y tasas de interés pasivas



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 441); cálculos del Banco de la República.

se debilita debido a la presencia de diversos factores⁴². En el caso del microcrédito, los altos costos de selección y monitoreo de clientes, el bajo perfil crediticio, y la sensibilidad del sector a la dinámica de la actividad económica dificultan la transmisión.

Los pasivos de los EC se han desacelerado desde septiembre de 2020, principalmente por el decrecimiento de los depósitos a término. Se sigue presentando una mayor preferencia por depósitos a la vista, cuyas tasas de interés han descendido de forma notable, pero menos que las de los depósitos a plazo. Después de la expansión registrada tras las medidas adoptadas por el Banco de la República para inyectar liquidez a la economía y una mayor preferencia por liquidez de parte de los depositantes por cuenta de una mayor incertidumbre y aversión al riesgo, el fondeo de las entidades ha experimentado una desaceleración. Esta dinámica ha estado explicada por el decrecimiento de los depósitos a término, en particular para los de plazo superior a un año (cuyo saldo cayó de forma pronunciada)⁴³, del crédito de bancos y otras obligaciones financieras y de los bonos (Gráfico 2.19). En lo corrido de 2021 los depósitos a largo plazo (mayor a un año) decrecieron en promedio un 16% anual. En contraste, los depósitos a la vista continuaron con aumentos importantes (16,5% en promedio en lo corrido del año y 11,3% en el segundo trimestre). Este comportamiento sugiere que persiste la preferencia por depósitos líquidos, a pesar de los bajos niveles y las reducciones de las tasas de interés desde marzo de 2020. A junio de 2021 la tasa de las cuentas de ahorro se ubicó en mínimos históricos (0,96%), 123 pb por debajo de la de marzo de 2020⁴⁴. Por su parte, la tasa agregada de los CDT, si bien registra niveles más altos que la de ahorros (2,52% en promedio en junio), cayó de forma más pronunciada y alcanzó mínimos históricos en febrero y marzo de 2021 para la mayoría de los plazos (Gráfico 2.20). A partir de entonces, se presentaron aumentos en algunos plazos, en particular en los iguales o superiores a un año. Con corte a junio, la tasa agregada de los CDT se situó 220 pb por debajo de la de marzo de 2020 y 20 pb por encima de la de diciembre de 2020, explicado por el aumento reciente en las tasas y en los montos captados a plazos largos.

A partir de febrero de 2021 los indicadores de riesgo de crédito, incluyendo castigos, han exhibido un comportamiento estable, después de mostrar una tendencia creciente desde el segundo semestre de 2020. Esta estabilización estuvo acom-

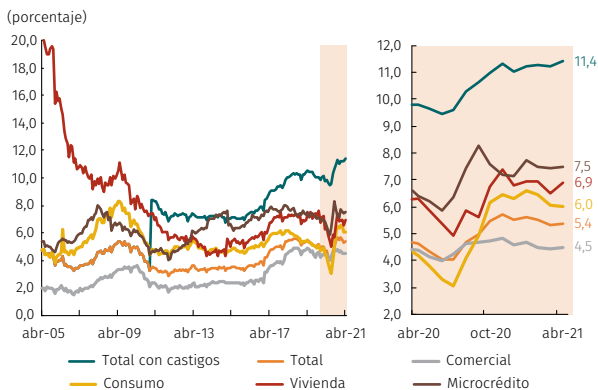
42 Por ejemplo, los niveles de riesgo de aquellos agentes que demandan microcrédito y el tamaño de los EC que ofrecen este tipo de créditos. Véase el Recuadro 1: "La transmisión de los cambios en la tasa de interés de política monetaria (TPM) hacia las tasas de interés de los establecimientos de crédito (EC)", en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, marzo 2021, página 99.

43 El saldo se ubica en niveles similares a los observados a finales de 2016.

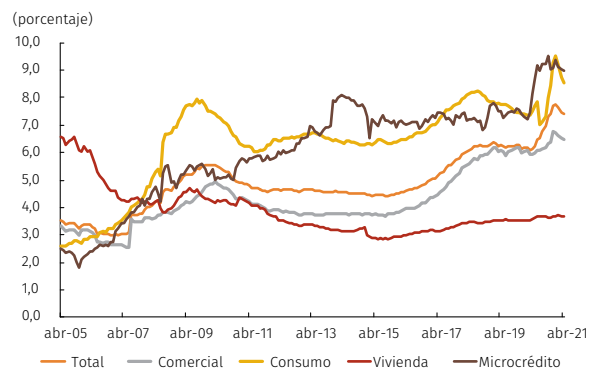
44 A pesar de que la reducción de la tasa de ahorros es menor a la de las tasas de los CDT, es considerable en términos relativos al nivel registrado en marzo de 2020 (la tasa registrada en junio de 2021 es equivalente al 45% de la tasa promedio de marzo de 2020). Los descensos en las tasas de las cuentas de ahorro se dieron principalmente en las de personas jurídicas y entidades oficiales, y en menor medida en las de cuentas de personas naturales (su nivel es más bajo).

Gráfico 2.21
Calidad de la cartera y cubrimiento

A. Indicador de calidad por mora



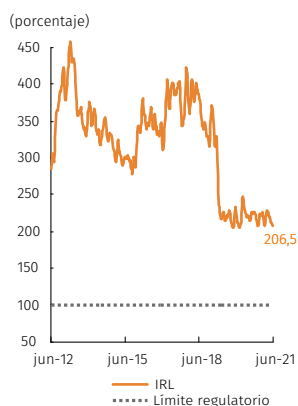
B. Provisiones/Cartera total



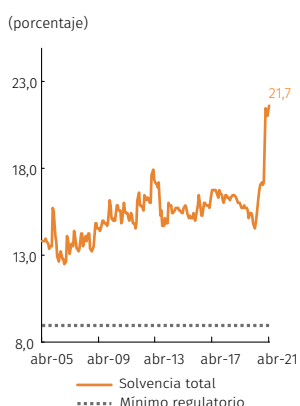
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (balances de los establecimientos de crédito); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.22
Indicadores de solvencia y liquidez de los establecimientos de crédito

A. IRL



B. Solvencia



Nota: el IRL hace referencia al Indicador de riesgo de liquidez que mide la razón entre los activos líquidos y los requerimientos netos de liquidez en un horizonte de 30 días para todos los establecimientos de crédito. Con la entrada en vigencia de la Circular Externa 009 de 2018 de la Superintendencia Financiera de Colombia, a partir de marzo de 2019 los requerimientos netos de liquidez a treinta días del IRL son calculados teniendo en cuenta el tipo de depositante. Por lo tanto, la medida agregada registra una disminución que obedece a este cambio regulatorio. Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (balances de los establecimientos de crédito y formato 458); cálculos del Banco de la República.

pañada de la extensión del Programa de Acompañamiento a Deudores (PAD) hasta el 31 de agosto de 2021. En un contexto de contracción económica y aumento del desempleo durante 2020, la capacidad de pago de los deudores se vio fuertemente afectada, por lo cual el indicador de cartera morosa (ICM) presentó incrementos de forma generalizada para todas las modalidades. Para el caso de consumo y vivienda, los aumentos han sido más pronunciados, dinámica esperada teniendo en cuenta que los créditos a hogares fueron los que más se acogieron a períodos de gracia autorizados por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) (circulares externas 007 y 014 de 2020), los cuales empezaron a vencerse durante el segundo semestre de 2020. En lo corrido de 2021 los indicadores de cartera vencida con y sin castigos se han estabilizado, registrando en noviembre de 2020 el máximo observado desde finales de 2004 (Gráfico 2.21, panel A). Aunque aún es incierto el comportamiento futuro de estos indicadores una vez finalice el PAD de la SFC, las entidades han aumentado el nivel de provisiones con el que cuentan para hacer frente a las posibles materializaciones de estos riesgos (Gráfico 2.21, panel B).

En lo corrido de 2021 los EC han preservado sus niveles de solvencia y liquidez, los cuales se ubican ampliamente por encima de los mínimos regulatorios. Los activos líquidos agregados continúan superando notablemente el valor de los requerimientos netos de liquidez a treinta días, y al 28 de mayo de 2021 las entidades registraron un indicador de riesgo por liquidez (IRL) del 215,1% (Gráfico 2.22, panel A). Por su parte, a partir del segundo semestre de 2020, y de forma acentuada durante los primeros meses de 2021, el sistema financiero aumentó sus niveles de solvencia (Gráfico 2.22, panel B), principalmente debido a tres factores: 1) la implementación completa de Basilea III a principios de 2021 bajo los lineamientos de los decretos 1477 de 2018 y 1421 de 2019; 2) menor crecimiento del activo, y 3) recomposición del activo de cartera hacia inversiones.

La rentabilidad agregada de los EC continuó con la tendencia decreciente observada desde agosto de 2019; esto, en mayor medida, debido al incremento en el gasto en provisiones que las entidades hicieron previendo el mayor riesgo de crédito, y a la reducción de los ingresos por recaudo de cartera. En medio de la coyuntura actual causada por el Covid-19, la rentabilidad del activo (ROA) de los EC sostuvo la tendencia decreciente que venía presentando desde agosto de 2019, con lo cual algunos de los EC empezaron a mostrar pérdidas (Gráfico 2.23). En febrero de 2021 el indicador registró un mínimo de 0,7%, con una modesta recuperación en marzo. Entre marzo de 2020 y el mismo mes de 2021 el indicador ROA disminuyó como resultado de unas utilidades que decrecieron en términos reales anuales a una tasa del 52,8%, y cerró en 0,8%, valor no observado desde junio de 2002. La reducción de las utilidades reflejó los menores ingresos por cartera comercial y de consumo, caída en comisiones y honorarios, pero, principalmente, el mayor gasto en provisiones derivado de la revelación y materialización del riesgo, así como de expectativas de mayores deterioros. De continuar la tendencia de materialización de riesgo de crédito, la rentabilidad se mantendría en niveles bajos.

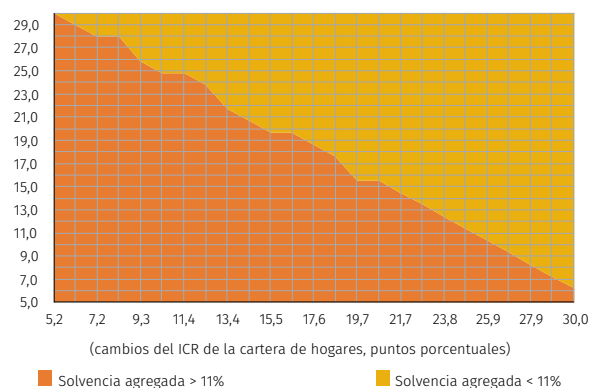
Gráfico 2.23
ROA



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (balances de los establecimientos de crédito); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.24
Solvencia total para diferentes choques del ICR por modalidad

(cambios del ICR de la cartera comercial, puntos porcentuales)



Nota: cada punto del gráfico representa una combinación simulada de la variación del ICR de la cartera comercial y el ICR de la cartera de hogares para finales de 2022. Los colores para cada punto representan la situación de solvencia agregada del sistema si estos choques llegaran a materializarse siendo el color naranja una situación de solvencia adecuada y el color amarillo una situación de vulnerabilidad donde la solvencia agregada del sistema cae por debajo un nivel prudencial del 11%.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

Los ejercicios de sensibilidad sugieren que el sistema financiero agregado cuenta con niveles de solvencia para afrontar escenarios aún más adversos de riesgo de crédito. Lo anterior va de la mano con el aumento en provisiones hecho por los EC, al anticipar el mayor deterioro de la cartera, a costa de una rentabilidad sustancialmente menor. En el *Reporte de Estabilidad Financiera* del Banco de la República del primer semestre de 2021 se presentó un ejercicio de *reverse stress test* que evalúa la resiliencia del sistema financiero ante distintos niveles de crecimiento de la cartera y variaciones del indicador de calidad por riesgo (ICR, Gráfico 2.24). Este análisis consiste en cuantificar el impacto en la solvencia de los EC ante escenarios negativos extremos e hipotéticos, y no constituye pronóstico alguno sobre la evolución de las condiciones macroeconómicas ni sobre el probable desarrollo del sistema financiero. El ejercicio sugiere que el ICR tendría que ubicarse en niveles superiores al 29% hacia finales de 2022, más de dos veces el nivel actual del sistema, para que la solvencia agregada se ubicara en niveles inferiores al 11%. A pesar de que el análisis individual es bastante heterogéneo, lo anterior implica que en la actualidad el sistema cuenta con un amplio margen para afrontar pérdidas por gasto en provisiones y por los menores ingresos de intereses que ocasionaría un deterioro en la calidad de la cartera.

2.5.3 Instituciones financieras no bancarias

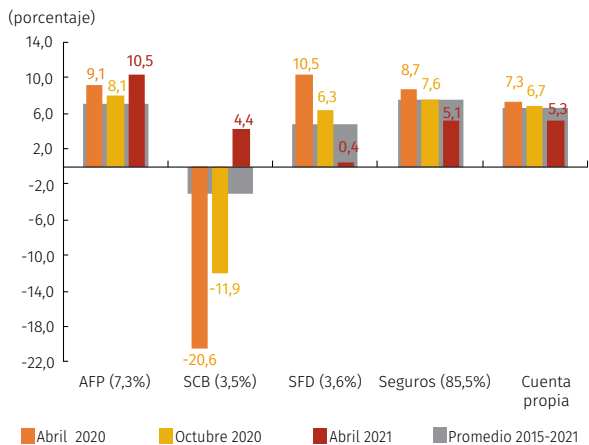
A marzo de 2021 el activo en cuenta propia de las instituciones financieras no bancarias (IFNB), que representó el 5,0 % del total de los activos del sistema financiero, registró una desaceleración y se expandió a un ritmo inferior al promedio de los últimos años. Esta dinámica estuvo impulsada principalmente por el comportamiento del activo de las comisionistas de bolsa (SCB), las sociedades fiduciarias (SFD) y las aseguradoras, que en conjunto concentran el 92,7 % del total de los activos en cuenta propia (Gráfico 2.25, panel A). El decrecimiento observado en el activo de las SCB se debe principalmente a fuertes desvalorizaciones de sus inversiones. En cuanto al portafolio administrado por las IFNB, su saldo representa el 52,2 % del total de los activos del sistema financiero. Dicho portafolio disminuyó su ritmo de crecimiento, debido principalmente a las SCB y SFD, las cuales representan el 68,1% del total de los activos administrados (Gráfico 2.25, panel B).

El activo de los fondos de inversión colectiva abiertos sin pacto de permanencia (FIC), que a finales de 2020 completaba un semestre creciendo, ha mostrado disminuciones desde febrero de 2021 debido a retiros de inversionistas. Tras el choque producido por el coronavirus, el activo total de los FIC aumentó, alcanzando su nivel histórico más alto en febrero de 2021. Si bien el activo se encuentra en niveles cercanos al mínimo observado a finales de marzo de 2020, las caídas recientes se han dado en un lapso de diecisiete semanas, contrario a lo registrado durante la crisis ocasionada por la pandemia, que ocurrió en tan solo dos semanas (Gráfico 2.26).

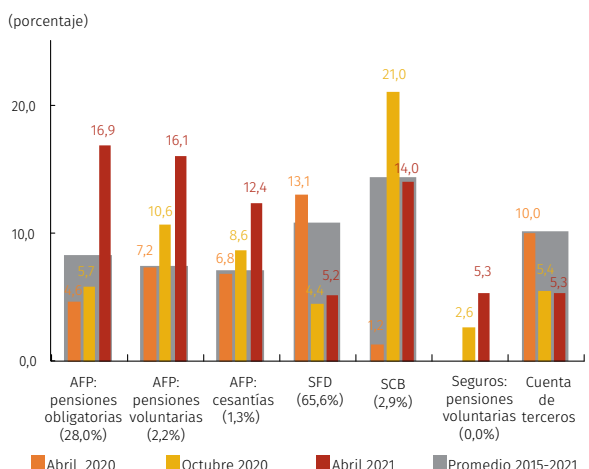
En las condiciones actuales adquiere relevancia la exposición de estas entidades y de los EC a cambios súbitos en los pre-

Gráfico 2.25
Activo de las instituciones financieras no bancarias

A. En cuenta propia

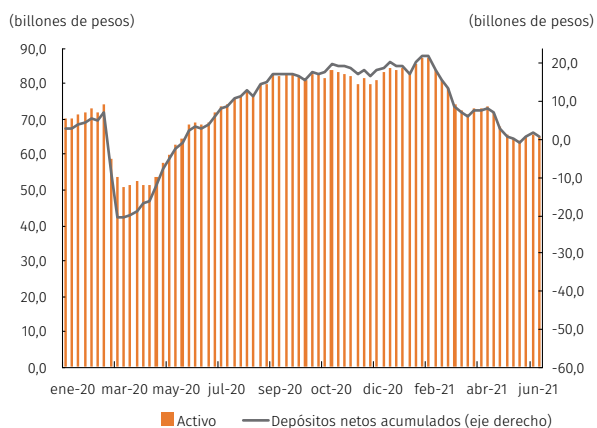


B. En cuenta de terceros



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.26
Activo total de los fondos de inversión colectiva



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

cios y en las condiciones de los mercados de TES, de cara a la menor demanda por activos de riesgo que podría surgir ante el aumento en las tasas de interés de mediano y largo plazos en los mercados financieros globales. La exposición a los mercados de renta fija y renta variable, medida como la inversión en títulos expuestos a riesgo de mercado⁴⁵, se concentra principalmente en TES. Al cierre de mayo de 2021, tanto los EC como las IFNB registraron un crecimiento importante en títulos de deuda pública, mientras que los títulos de renta privada presentaron contracciones (Cuadro 2.4). Dado lo anterior, y de cara al menor apetito por riesgo que podría surgir ante el aumento en las tasas de interés de mediano y largo plazos en los mercados financieros globales, adquiere mayor relevancia la exposición de las entidades financieras a cambios súbitos en los precios y en las condiciones de los mercados de TES.

2.6 Evolución y perspectivas de la situación fiscal

El mayor gasto público requerido para mitigar el impacto negativo de la pandemia, junto con el choque negativo en ingresos de la nación, se tradujeron en un deterioro sin precedentes en las finanzas públicas. Durante 2020 el Gobierno enfrentó, como la gran mayoría de países en el mundo, un doble impacto en sus finanzas. La contracción de la actividad económica significó una reducción de COP17,7 b en el recaudo tributario del GNC frente a 2019, mientras que los gastos adicionales por la emergencia alcanzaron COP21 b. Adicionalmente, se presentó un incremento en transferencias por concepto de pensiones de COP8 b, debido principalmente al impacto negativo de la pandemia en el mercado laboral que se tradujo en menores ingresos de Colpensiones por cotizaciones y a la medida del gobierno de reducción temporal y voluntaria del porcentaje de aportes a pensiones (Decreto 558 de 2020). En consecuencia, entre 2019 y 2020 el déficit fiscal del GNC pasó del 2,5% al 7,8% del PIB, constituyéndose como el más alto desde 1999 (Gráfico 2.27). Lo anterior, junto con el efecto de la depreciación del peso, implicó un incremento en la razón entre la deuda pública y el producto de 14,5 pp, alcanzando un nivel del 65% del PIB, también el más alto desde 1999 (Gráfico 2.28).

El gobierno continúa ejecutando los recursos del Fondo de Mitigación de Emergencias (FOME) para contribuir a atenuar el impacto de la pandemia. Con corte al 30 de junio se han ejecutado COP10 b, de los COP18 b del FOME destinados para este año (Cuadro 2.5). Los principales usos han sido los programas de ayuda a los hogares, empresas y la adquisición de vacunas contra el Covid-19. El programa de Ingreso Solidario, que otorga COP160.000 mensuales a cerca de tres millones de hogares que no reciben apoyo del Estado, cuenta con recursos en el FOME hasta agosto de este año. Por su parte, con corte a junio de 2021, los recursos destinados al Programa de Apoyo

45 Este saldo está a precios de mercado y se calcula según lineamientos de la Circular Básica Contable y Financiera. Para los instrumentos de patrimonio de emisores nacionales se analizó el saldo en acciones, mientras que para los títulos de deuda se analizaron los negociables y disponibles para la venta.

Cuadro 2.4
Saldos de inversiones expuestas a riesgo de mercado de las entidades financieras

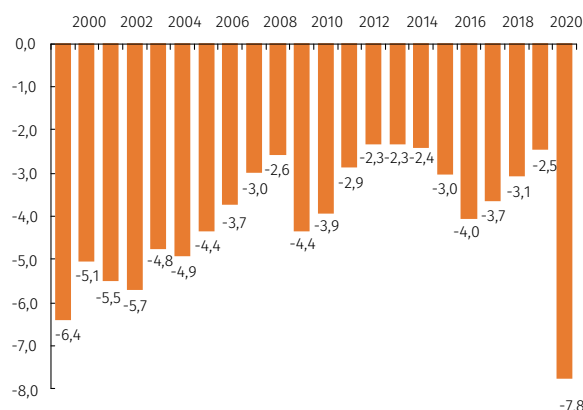
Tipo de entidad	TES ^a	Deuda privada	Acciones	Total	TES	Deuda privada	Acciones	Total
	(saldo en billones de pesos, junio 2021)				(variación porcentual últimos seis meses)			
Establecimientos de crédito	52,87	4,70	15,03	72,59	20,27	-0,26	17,45	18,11
Bancos comerciales	48,64	4,26	0,00	52,90	21,19	-3,37	0,00	18,76
Corporaciones financieras	3,44	0,25	14,99	18,69	7,98	31,58	17,19	15,55
Compañías de financiamiento	0,78	0,14	0,02	0,94	23,61	69,63	494,12	30,92
Cooperativas financieras	0,00	0,04	0,02	0,06	0,00	75,38	0,00	147,30
Instituciones financieras no bancarias (IFNB)	12,08	10,82	6,48	29,38	15,60	-14,12	-1,05	-0,74
Fondos de pensiones en posición propia	0,25	0,88	0,13	1,27	-6,61	2,76	-5,68	-0,19
Sociedades comisionistas de bolsa en posición propia	1,60	0,26	0,15	2,01	25,45	58,07	8,02	27,39
Sociedades fiduciarias en posición propia	0,30	0,33	0,99	1,63	112,48	-20,36	-0,73	4,24
Compañías de seguros y capitalización	9,93	9,35	5,20	24,48	13,30	-16,26	-1,22	-2,83
Sistema en posición propia	64,94	15,52	21,50	101,97	19,37	-10,35	11,19	11,98
Posición administrada								
Sociedades comisionistas de bolsa en posición de terceros	1,96	10,68	8,42	21,06	55,53	-16,68	14,19	-1,82
Sociedades fiduciarias posición terceros ^{b/}	118,41	37,84	15,45	171,70	5,50	-13,88	5,45	0,51
Sistema	185,32	64,04	45,37	294,73	10,37	-13,54	9,69	4,02

a/ El valor de la posición propia se obtiene del formato 351 "Portafolio de Inversiones", el de la posición administrada se obtiene con datos del DCV.

b/ Se excluyen los pasivos pensionales administrados por las sociedades fiduciarias.

Fuente: Depósito Central de Valores (DCV) y Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

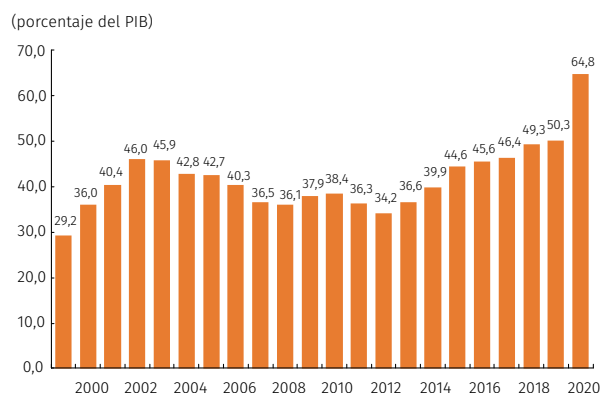
Gráfico 2.27
Déficit fiscal del Gobierno Nacional Central
(porcentaje del PIB)



Nota: cifras preliminares.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (DGPM).

Gráfico 2.28
Deuda bruta del Gobierno Nacional Central
(porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (DGPM).

Cuadro 2.5
Uso de Recursos del Fondo de Mitigación de Emergencias (FOME)
(miles de millones)

	Usos (recursos comprometidos)		
	2020	2021	2021 a junio
1. Atención de la emergencia sanitaria	7.002	8.887	3.950
Ampliación oferta / aseguramiento / vacunación	6.108	3.885	3.785
Bioseguridad, abastecimiento y otros	894	435	165
Recursos disponibles sin uso definido		4.566	
2. Atención a la población vulnerable	8.575	5.181	3.759
Programa de Ingreso Solidario	4.343	4.055	2.986
Giros extra de programas sociales previos	3.645	1.078	751
Otras transferencias	586	48	22
3. Protección del empleo y actividad económica	6.455	4.006	2.023
Programa de Apoyo al Empleo Formal	4.915	1.940	1.901
Subsidio a comisión de las garantías del FNG	1.224	1.584	0
Otras ayudas	316	482	97
Total	22.031	18.073	9.732

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Libro Blanco del FOME junio 2021.

al Empleo Formal (PAEF), a través del cual se entrega a las empresas solicitantes un subsidio a la nómina equivalente al 40 % del salario mínimo (COP 351.000) por empleado y ha contribuido a mantener cerca de cuatro millones de empleos, ya fueron ejecutados. De acuerdo con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el proyecto de ley de Inversión Social, que se radicó en el Congreso de la República el pasado 20 de julio, cuenta con una adición presupuestal para extender la vigencia de estos dos programas. Finalmente, el Gobierno avanza con la adquisición de vacunas contra el Covid-19 haciendo uso de los recursos dispuestos en el FOME para este propósito.

En 2021 las presiones de gasto público continúan generando una ampliación en el déficit frente al año anterior. El panorama de las finanzas públicas implica la necesidad de aprobar una reforma fiscal que contribuya a garantizar su sostenibilidad en el mediano plazo. Para este año la recuperación de la actividad productiva permitiría que el recaudo tributario se recupere y supere levemente el nivel de 2019 (alrededor de COP 150 b). Lo anterior no alcanzaría a compensar el gasto por la emergencia sanitaria que continúa en 2021 (COP 18 b) y el incremento (COP 10 b) en inversión pública frente a 2020 para contribuir a la reactivación económica. De acuerdo con el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP) presentado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público el pasado 15 de junio, el déficit fiscal en 2021 sería del 8,6 % del PIB (estimación que resultaría 0,9 pp mayor que en 2020 y que incorpora los recursos que provendrían de la enajenación de ISA). Por su parte, la deuda bruta del GNC alcanzaría 67 % del PIB (2 pp mayor que en 2020). Estos niveles de endeudamiento resultan relativamente altos y generan vulnerabilidades para el adecuado manejo de las políticas macroeconómicas en un entorno de recuperación de la actividad productiva. La capacidad de la política monetaria de mantener una postura expansiva puede verse reducida por choques en variables macroeconómicas derivadas de la situación de la política fiscal. Por tanto, acorde con los planes del Gobierno presentados en el MFMP, resulta fundamental avanzar en una reforma fiscal que, con ajustes estructurales en ingresos, gastos y en la regla fiscal, permita encausar las finanzas públicas en una senda de consolidación que contribuya a su sostenibilidad en el mediano plazo.

03 / Reservas internacionales

De acuerdo con la Ley 31 de 1992, el Banco de la República administra las reservas internacionales conforme al interés público, al beneficio de la economía nacional y con el propósito de facilitar los pagos del país en el exterior. Consecuentemente, la ley define que la inversión de los activos de reserva se hará con sujeción a los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. El criterio de seguridad con el que se gestionan las reservas internacionales en Colombia implica controlar adecuadamente los riesgos a los que se exponen las inversiones. Con el fin de manejarlos dentro de parámetros y niveles aceptables, el Comité de Reservas Internacionales del Banco de la República⁴⁶ define límites estrictos para las exposiciones a cada uno de los diferentes riesgos que enfrentan las reservas. Para cumplir con el criterio de liquidez el Banco invierte las reservas internacionales en activos financieros fáciles de liquidar o en activos que vencen en el corto plazo y define tramos de inversión en función de los objetivos de liquidez y rentabilidad. Una vez definidos los criterios para que el portafolio de las reservas internacionales se invierta con un riesgo bajo, la política de administración también busca propender por una rentabilidad adecuada, ya que este criterio es parte del mandato entregado por la ley al Banco de la República. En el Anexo se presenta una explicación de las políticas que orientan la inversión de las reservas y algunas definiciones relevantes.

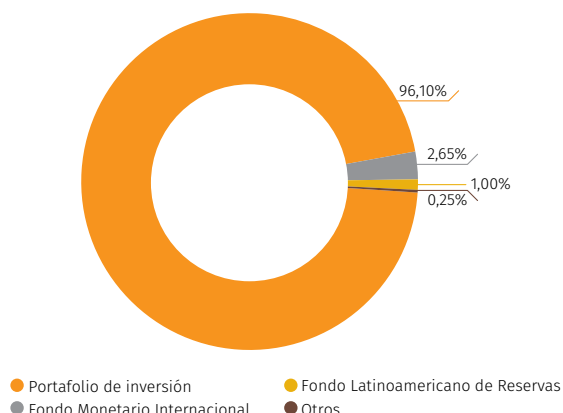
El principal objetivo de las reservas internacionales es proteger al país de choques externos que pueden afectar tanto a los flujos comerciales como a los financieros y, dependiendo de su magnitud, pueden poner en riesgo la estabilidad macroeconómica. Los flujos comerciales se pueden ver afectados, por ejemplo, por una reducción drástica de las exportaciones que haga más difícil el pago de las importaciones. A su vez, los flujos financieros, por dificultades para acceder al financiamiento externo, tales como un menor acceso a créditos internacionales, o mayores egresos de capital tanto de extranjeros como de residentes. Las reservas internacionales de un país son un factor determinante en la percepción de la capacidad de pago de los prestatarios nacionales, en la medida en que los prestamistas externos consideran que un nivel adecuado de reservas permitiría que los residentes puedan atender las obligaciones en moneda extranjera, tales como el pago de importaciones y el servicio de la deuda externa en el momento en que el país enfrentara dificultades de acceso al financiamiento externo. De esta manera, un nivel adecuado de reservas contribuye a mejorar la percepción de riesgo del país y sus residentes, lo que se traduce en mejores condiciones de financiamiento externo, tal como el pago de menores tasas de interés.

El Banco de la República mantiene colchones de liquidez externa en cuantías que considera suficientes para cumplir con el objetivo mencionado. En esa medida, la estrategia vigente de acumulación de reservas internacionales reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez en moneda extranjera para prevenir y enfrentar los choques externos.

Al cierre de junio de 2021 las reservas internacionales netas presentaron una disminución de USD 113,4 millones (m), debido a la baja rentabilidad obtenida en lo corrido del año, la cual, acorde con lo esperado ante las condiciones financieras internacionales, se ha reducido considerablemente frente a la de años anteriores. Al 30 de

46 El Comité de Reservas Internacionales está compuesto por el ministro de Hacienda y Crédito Público o su delegado, los miembros de dedicación exclusiva de la Junta Directiva y el gerente general.

Gráfico 3.1
Composición de las reservas internacionales brutas
(información al 30 de junio de 2021)



Nota: el oro se incluye dentro del portafolio de inversión. El rubro "otros" incluye convenios internacionales, efectivo en caja y depósitos a la orden.
Fuente: Banco de la República.

junio de 2021 las reservas internacionales netas⁴⁷ totalizaron USD 58.917,3 m. El rendimiento de las reservas internacionales, excluyendo el componente cambiario, fue de -0,01% (-USD 4,18 m)⁴⁸. El bajo rendimiento de las reservas internacionales en lo corrido de 2021 se debe a las bajas tasas de interés de corto plazo en los mercados financieros externos y a desvalorizaciones en las inversiones por el aumento en las tasas de interés de mediano y largo plazos. El impacto del efecto cambiario en la valoración de las reservas explica la otra parte de la disminución en el nivel de las reservas internacionales.

El principal componente de las reservas internacionales es el portafolio de inversión. Este corresponde a las inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional y al oro físico certificado (95,65% y 0,45% de las reservas, respectivamente). En el Gráfico 3.1 se presenta la composición de las reservas internacionales al 30 de junio de 2021.

3.1 Indicadores de reservas

Las reservas internacionales, junto con la LCF del FMI, cubren las estimaciones de los colchones de liquidez externa requeridos por el país. Para estimar las necesidades de liquidez en moneda extranjera ante un escenario adverso en un horizonte de un año, el Banco de la República sigue el enfoque de la razón de cobertura de liquidez (LCR, por su sigla en inglés) del marco de supervisión de Basilea III para los bancos comerciales. Dicho enfoque establece que los activos líquidos deben ser suficientes para cubrir las necesidades de liquidez dentro de un plazo predeterminado, teniendo en cuenta un escenario estresado. La metodología del Banco de la República estipula que las reservas internacionales deben cubrir al menos la proyección para los próximos doce meses del déficit en la cuenta corriente más las amortizaciones de la deuda externa⁴⁹. A junio de 2021 las reservas internacionales cubrieron estos rubros. Adicionalmente, la metodología estipula que la suma de las reservas internacionales y la LCF debe cubrir los rubros anteriores más las posibles salidas de capitales de residentes y no residentes. Las reservas internacionales más la LCF neta de desembolsos actualmente son mayores a dicho nivel.

Indicadores complementarios para evaluar las reservas internacionales señalan niveles adecuados para el país. El FMI propone una metodología (ARA)⁵⁰ de nivel adecuado de reservas

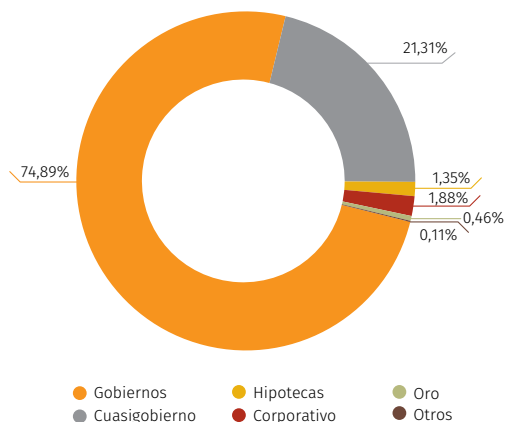
47 Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. Las reservas internacionales brutas ascendieron a USD 58.925,4 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 8,16 m.

48 Más información sobre la rentabilidad de las reservas internacionales en la sección 3.3.

49 Para más información sobre la metodología, véase el sombreado "Nueva metodología para determinar el nivel adecuado de reservas internacionales" del Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República de marzo de 2019.

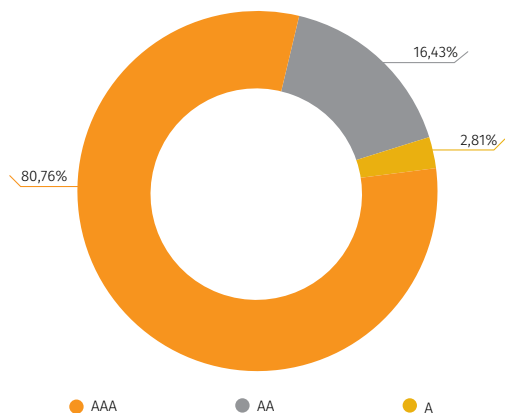
50 Esta sigla corresponde a *assesing reserve adequacy*.

Gráfico 3.2
Composición del portafolio de inversión por sectores
(información al 30 de junio de 2021)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3.3
Distribución de las inversiones por calificación crediticia
(información al 30 de junio de 2021)



Fuente: Banco de la República.

que busca cubrir los principales riesgos sobre la balanza de pagos teniendo en cuenta variables macroeconómicas⁵¹ en períodos de presión en el mercado cambiario. Se considera que una economía mantiene niveles adecuados de reservas si la razón de reservas a nivel adecuado se ubica entre 1,0 y 1,5. Con cifras a junio de 2021, la razón de reservas a nivel adecuado del FMI se ubicaba en 1,5⁵². Una adaptación de esta metodología⁵³ introduce algunas variantes para reflejar las características propias de la economía colombiana. La razón entre las reservas y el nivel adecuado de esta adaptación se ubicó en 1,9 en junio de 2021; sin embargo, este indicador estima las salidas de flujos durante un lapso en el cual en Colombia no se han experimentado crisis, ya que toma datos desde que empezó el régimen de flotación cambiaria.

3.2 Composición del portafolio de inversión⁵⁴

Al cierre de junio de 2021 el portafolio de inversión estaba constituido principalmente por títulos emitidos por gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos. En el Gráfico 3.2 se observa la composición del portafolio de inversión a junio de 2021, cuando alrededor del 96,20% estaba invertido en emisiones de dichas entidades.

La composición del portafolio por calificación evidencia la alta calidad crediticia de los activos en que se invierte el portafolio. El Gráfico 3.3 muestra que el 80,76% del portafolio se encontraba invertido en instrumentos con calificación AAA y el 16,43% en AA. El Banco utiliza como referencia la menor calificación para grado de inversión otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings).

El portafolio de inversión está compuesto por monedas que se caracterizan por contar con elevados volúmenes diarios de negociación y pertenecer a países con altas calificaciones crediticias, siendo el dólar de los Estados Unidos la moneda con mayor participación. El Gráfico 3.4 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 30 de junio de 2021. El dólar de los Estados Unidos tiene la mayor participación en las reservas internacionales de Colombia, debido a que la mayor parte de las transacciones comerciales y

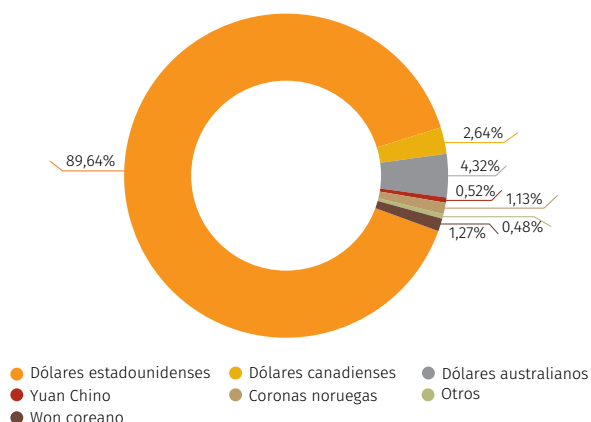
51 El primer riesgo está asociado a una pérdida de acceso al financiamiento externo y es capturado por la deuda de corto plazo. El segundo está asociado a una pérdida de confianza en la moneda local y es medido por un agregado monetario. El tercero se asocia a una reversión de los flujos de capital que financian el déficit en la cuenta corriente y se cuantifica a partir de los pasivos de portafolio de la posición de inversión internacional. Por último, se incorpora el volumen de exportaciones para capturar un posible colapso de la demanda externa —FMI (2015). “Assessing Reserve Adequacy: Specific Proposals”—.

52 El cálculo se realizó con la metodología ARA del FMI con cifras del Banco de la República.

53 Gómez y Rojas (2013). “Assessing Reserve Adequacy: The Colombian Case”, Borradores de Economía, núm. 781, Banco de la República.

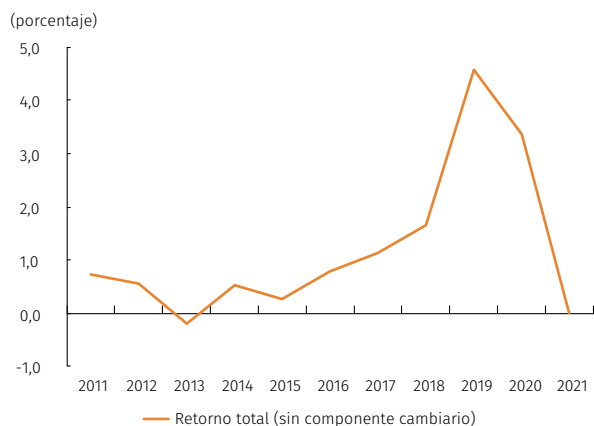
54 Los gráficos de composición del portafolio por moneda y calificación crediticia se calculan sobre el monto del portafolio de inversión, excluyendo el oro.

Gráfico 3.4
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(información al 30 de junio de 2021)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3.5
Rentabilidad histórica de las reservas internacionales^{a/}
(información al 30 de junio de 2021)



a/ La rentabilidad del 2021 corresponde a la cifra de año corrido con corte al 30 de junio. Para los demás años, las cifras muestran la rentabilidad obtenida durante todo el año.
Fuente: Banco de la República.

financieras del país con el resto del mundo se realizan en esta moneda. También se permiten inversiones en las siguientes monedas: dólares canadiense, australiano y neozelandés; la corona sueca, la libra esterlina, el franco suizo, el euro, el yen, la corona noruega, el renminbi, el dólar hongkonés, el dólar singapurense y el won coreano.

3.3 Rentabilidad de las reservas

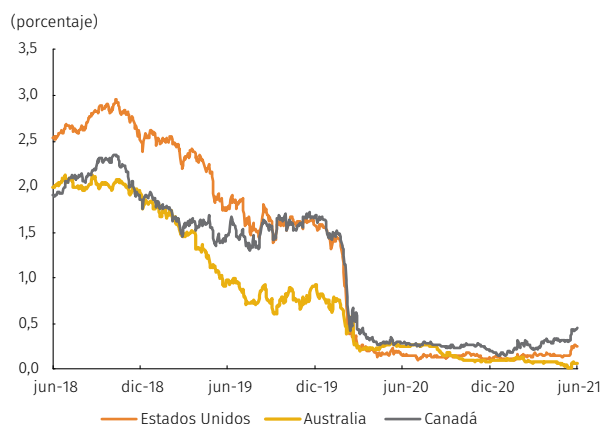
La rentabilidad de las reservas depende principalmente de dos factores: el de intereses y el de valorización. El primero corresponde a los intereses recibidos de los instrumentos en los cuales se invierte, y el factor de valorización, al cambio en los precios de los títulos por movimientos en la tasa de interés. Este segundo factor se da porque existe una relación inversa entre el precio de los bonos y las tasas de interés, es decir, el precio de los bonos se reduce a medida que las tasas de interés aumentan, y viceversa.

De acuerdo con la expectativa de una reducción considerable en la rentabilidad de las reservas internacionales para 2021, al 30 de junio las reservas presentaban una rentabilidad del -0,01%⁵⁵. Esto, debido a las bajas tasas de interés de corto plazo prevaletientes en los mercados financieros externos y a que se han presentado desvalorizaciones en las inversiones por el aumento en las tasas de interés de mediano y largo plazos. El Gráfico 3.5 refleja la rentabilidad histórica de las reservas internacionales. En 2019 y 2020 se observaron niveles excepcionalmente altos de rentabilidad en las reservas internacionales por la valorización de las inversiones ante la disminución de las tasas de interés (factor valorización). En particular, las medidas que tomaron las autoridades durante esos dos años ante la desaceleración económica global, y a raíz de los efectos económicos de la pandemia, llevaron a una caída acelerada de las tasas de interés de corto plazo en los Estados Unidos y otros mercados relevantes para el portafolio, las cuales se encuentran actualmente en niveles cercanos a cero. Esta rápida disminución de tasas de interés favoreció la rentabilidad de las reservas internacionales durante ese período, pero ha generado menores intereses en las inversiones (factor intereses) durante lo corrido de 2021. Adicionalmente, las tasas de interés de mediano y largo plazos de los principales mercados en los que se invierten las reservas han aumentado en lo corrido del año, como resultado de las expectativas de una rápida recuperación económica global, generando desvalorizaciones en las inversiones (factor valorización).

Acorde con lo observado en el primer semestre del año, se espera que la rentabilidad de las reservas internacionales durante el segundo semestre de 2021 se mantenga en niveles bajos. Con las tasas de interés en los mercados en los que se invierten las reservas en niveles cercanos a cero, los intereses recibidos serán muy bajos (factor intereses) y no hay pers-

55 Esta rentabilidad se obtiene al dividir la rentabilidad observada por el promedio del valor de las reservas netas el 31 de diciembre de 2020 y el 30 de junio de 2021. Desde 2015 se excluye el impacto del efecto cambiario en la rentabilidad de las reservas.

Gráfico 3.6
Tasas de los bonos de gobierno de corto plazo (2 años)
(información al 30 de junio de 2021)



Fuente: Banco de la República.

pectivas de valorizaciones por reducciones adicionales en las tasas en el corto plazo (factor valorización). La caída abrupta de las tasas de interés de los activos del portafolio, y el correspondiente aumento de sus precios, provocaron que se recibiera en 2020 la rentabilidad que se esperaba alcanzar en un período más largo bajo condiciones estables. De esta forma, la reducción drástica de los intereses que reciben los activos del portafolio generará una disminución en la rentabilidad futura. Adicionalmente, la posibilidad de retornos adicionales, producto de nuevas caídas de las tasas de interés, parece más baja esta vez que en períodos anteriores. Como se observa en el Gráfico 3.6, las tasas de interés en los mercados relevantes para la inversión de las reservas han llegado a niveles cercanos a cero y, por el momento, no se espera que se ubiquen en niveles negativos.

3.4 Medidas para fortalecer la liquidez internacional

Las reservas internacionales como fuente de liquidez externa son complementadas por los recursos de la LCF del FMI. En abril del presente año el Directorio del Fondo realizó una evaluación intermedia de nuestro país, ratificando que Colombia sigue cumpliendo las condiciones de acceso a este instrumento⁵⁶. En dicha evaluación, el Directorio del FMI resaltó la respuesta de política económica ante la crisis, el sólido marco de política económica de Colombia, así como su capacidad de implementación de políticas. El comunicado del FMI destaca que el marco constituido por la flexibilidad cambiaria en un marco de inflación objetivo creíble, la supervisión y regulación efectiva del sistema financiero y una política fiscal sostenible le permitieron al país ofrecer una respuesta coordinada en un margen de tiempo adecuado frente a la mayor recesión registrada dada la pandemia del Covid-19. Asimismo, señala que dicho marco les ha permitido a las autoridades apoyar el proceso gradual de recuperación.

La LCF es un instrumento diseñado para cubrir los riesgos externos y extremos de países con unos fundamentales adecuados y destacados marcos de política económica. El acceso a este instrumento se justifica en la medida en que Colombia cuenta con un sólido historial que permite confiar en que el país continuará aplicando políticas económicas robustas. En esa revisión intermedia el Directorio del FMI evaluó el cumplimiento de las siguientes condiciones para Colombia: 1) una posición externa sostenible, 2) una cuenta de capital en la que predominen los flujos privados, 3) un historial de acceso soberano estable a los mercados internacionales de capital en condiciones favorables, 4) un nivel de reservas que se mantenga relativamente holgado, 5) finanzas públicas sólidas, incluida una situación sostenible de la deuda pública, 6) un nivel de inflación bajo y estable, en el contexto de un marco

56 El comunicado del FMI está disponible en: <https://www.imf.org/es/News/Articles/2021/04/29/imf-executive-board-concludes-review-of-colombia-flexible-credit-line-arrangement>. El documento con la evaluación intermedia está disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/05/04/Colombia-Review-Under-the-Flexible-Credit-Line-Arrangement-Press-Release-Staff-Report-and-50182>

sólido de política monetaria y cambiaria, 7) un sistema financiero sólido e inexistencia de problemas de solvencia que puedan plantear una amenaza a la estabilidad sistémica, 8) una supervisión eficaz del sector financiero y 9) integridad y transparencia de los datos. Las características propias de la LCF generan un financiamiento de carácter: 1) contingente, lo que implica que cubre al país ante escenarios extremos; 2) de acceso inmediato, es decir, que los recursos están disponibles para los países con una LCF vigente, y 3) sin condicionalidades de carácter *ex post* en caso de desembolsar el instrumento, lo que genera unas condiciones muy favorables para el país como mecanismo de aseguramiento y complemento de los colchones de liquidez externa. Así, el instrumento se consolida como un seguro contra los elevados riesgos externos, preserva la confianza de los agentes en la economía colombiana, y facilita el acceso del país a los mercados financieros internacionales en condiciones favorables. La próxima evaluación del cumplimiento de las nueve condiciones mencionadas de acceso a la LCF se realizará en el primer semestre del próximo año, siempre y cuando las autoridades colombianas decidan solicitar una renovación de la LCF que se encuentra vigente hasta el 30 de abril de 2022. En la actualidad solo México, Chile, Perú y Colombia cuentan con una LCF vigente.

Las autoridades han manifestado que el monto remanente después del desembolso del FMI al Gobierno Nacional realizado el año pasado se mantendrá con fines precautorios, considerándolo como una herramienta útil para fortalecer la capacidad de la economía colombiana para enfrentar choques externos⁵⁷. La LCF asciende a USD 17,6 mil millones, lo que incluye el desembolso al Gobierno Nacional por un monto aproximado de USD 5,4 mil millones que se realizó en diciembre de 2020 con fines presupuestales. El remanente, que asciende a USD 12,2 mil millones, se mantendrá con carácter precautorio, eso significa que complementa a las reservas internacionales como un colchón de liquidez externa, fortaleciendo la posición de liquidez internacional del país. Las autoridades han reconocido el carácter transitorio de la LCF, por lo que están comprometidas a reducir el nivel de acceso a la LCF si la situación de riesgos externos mejora.

El Banco de la República tiene acceso a la facilidad de repos con la Reserva Federal (FIMA, por su sigla en inglés). En estas transacciones los titulares de cuentas FIMA (bancos centrales y otras autoridades monetarias internacionales con cuentas en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York) intercambian sus bonos del tesoro de los Estados Unidos custodiados en la Reserva Federal por dólares estadounidenses, con el compromiso de volver a comprar los títulos al día siguiente, junto con unos intereses. El principal beneficio que tiene para el Banco de la República acceder a la facilidad FIMA es poder disponer de liquidez en dólares estadounidenses sin tener que vender definitivamente los activos de los portafolios de las reservas internacionales, lo cual mitiga el riesgo de liquidez y de mercado. El Banco de la República usaría esta facilidad solamente en caso de que, habiendo decidido vender dólares en el mercado de contado, el mercado de compra y venta de títulos del Tesoro presentara en ese momento una muy baja liquidez.

Otro factor de apoyo global que puede beneficiar la posición internacional del país es la propuesta de asignación los DEG⁵⁸ del FMI recientemente aprobada por el Directorio del Fondo y que será ratificada en agosto por parte de la asamblea de gobernadores de este organismo⁵⁹. La actual asignación, la cual fue inicialmente planteada en 2020, asciende a USD 650 mil millones (DEG 453 mil millones). Su ob-

57 Para mayor información de la LCF, la ampliación y el desembolso que se hizo al Gobierno Nacional en 2020 consultar el Recuadro 2 de la edición anterior de este *Informe*.

58 Para más información de los DEG, consultar: <https://www.imf.org/en/About/FAQ/special-drawing-right>

59 Para mayor información de la aprobación de la propuesta acceder a: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/07/08/pr21208-imf-managing-director-kristalina-georgieva-executive-board-banking-new-us650b-sdr-allocation>

jetivo principal es incrementar los activos de reserva de los países luego de la pandemia del Covid-19. La asignación busca reconstruir los amortiguadores externos a nivel global, aliviar los problemas de liquidez de los países miembros y así apoyar la estabilidad de la economía global. La asignación para los países miembros es proporcional al valor de su cuota en el organismo. Colombia recibiría USD 2,8 mil millones, es decir, DEG 1,9 mil millones, lo que generaría un aumento en la posición de liquidez internacional del país.

04 / Situación financiera del Banco de la República

En el primer semestre de 2021 el estado de resultados del Banco (PyG) registró una utilidad de COP 524 miles de millones (mm), que contrasta con los resultados excepcionalmente altos registrados durante el mismo período en 2019 y 2020. Este valor fue inferior en COP 6.410 mm frente al período enero-junio de 2020. Lo anterior se explica principalmente por el menor rendimiento de las reservas internacionales, como consecuencia de los bajos niveles de tasas de interés externas.

En la medida en que las tasas de interés externas se encuentran en niveles cercanos a cero, no existen perspectivas de reducciones que puedan reflejarse en valorizaciones del portafolio de las reservas internacionales. Por el contrario, se estima que el Banco genere pérdidas en 2021 como consecuencia de la eventual desvalorización de los títulos en que se encuentran invertidas las reservas internacionales, debido al aumento en las tasas de interés externas. Cabe resaltar que estas reservas representan el mayor activo del Banco⁶⁰, y su rendimiento es el principal factor que explica el resultado final de su PyG.

4.1 Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general)⁶¹

Al 30 de junio de 2021 los activos del Banco ascendieron a COP 261.148 mm, suma equivalente al valor de los pasivos (COP 164.417 mm) más el patrimonio (COP 96.731 mm). En lo corrido del año al cierre de junio el balance del Banco aumentó, principalmente, por el efecto del mayor tipo de cambio. Al ser las reservas internacionales brutas el principal activo del Banco de la República, la depreciación del peso frente a las monedas de reserva observada en lo corrido del año tuvo un efecto significativo en el activo de la entidad y, como contrapartida, en el patrimonio. Al cierre de junio de 2021 el activo se incrementó en COP 12.206 mm (4,9 %) durante lo corrido del año. Por su parte, los pasivos se incrementaron en COP 2.249 mm (1,4 %) y el patrimonio en COP 9.957 mm (11,5 %) frente al cierre del año anterior (Cuadro 4.1).

El incremento del activo se explica por el mayor valor en pesos de las reservas internacionales, producto de la depreciación del peso frente a las monedas de reserva. Esto fue parcialmente compensado por la disminución del portafolio de TES. El saldo en pesos de las reservas internacionales brutas aumentó en COP 18.230 mm (9,0 %), producto principalmente de la depreciación del peso colombiano frente a las monedas de reserva (COP 18.423 mm). Durante el primer semestre del año el Banco no realizó compras ni ventas de divisas en el mercado⁶². La disminución del portafolio de TES (COP 10.684 mm) se explica, en su mayoría, por las ventas reali-

60 Durante los últimos diez años representaron más del 80 % del activo total.

61 En esta sección se muestran las partidas según criterio económico y no contable. Frente a los estados financieros presentados a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Contaduría General de la Nación, las diferencias son: primero, los activos descuentan el valor de los pasivos asociados con operaciones de compra de portafolio de reservas internacionales sobre las cuales aún no se ha efectuado el pago (en los estados financieros del Banco esto se registra como un mayor valor del activo y como una exigibilidad de reservas internacionales en el pasivo); segundo, en los activos y pasivos de esta sección se incluye la moneda metálica en circulación, la cual no forma parte de la información contable del balance general del Banco; y tercero, otras reclasificaciones de cuentas de menor valor. En este sentido, los valores del activo y del pasivo presentados en este Informe (COP 261.148 mm y COP 164.417 mm respectivamente) difieren de los registrados en los Estados Financieros al 30 de junio de 2021 (COP 267.293 mm y COP 170.562 mm).

62 Solamente fueron renovados los contratos de venta de dólares a futuro con cumplimiento financiero (NDF) en enero y febrero. Estas renovaciones ascendieron a USD 181,8 m, USD 90,9 m en cada mes.

Cuadro 4.1
Estado de situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre, 2020		Junio, 2021		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	248.942	100,0	261.148	100,0	12.206	4,9
Reservas internacionales brutas	202.653	81,4	220.882	84,6	18.230	9,0
Participación en organismos y entidades internacionales	10.126	4,1	10.368	4,0	242	2,4
Inversiones	26.214	10,5	13.214	5,1	-13.000	-49,6
TES	21.088	8,5	10.404	4,0	-10.684	-50,7
Títulos de deuda privada	5.126	2,1	2.810	1,1	-2.316	-45,2
Pactos de reventa: apoyos transitorios de liquidez	4.679	1,9	11.462	4,4	6.783	145,0
Otros activos netos	5.271	2,1	5.222	2,0	-49	-0,9
Pasivo y patrimonio	248.942	100,0	261.148	100,0	12.206	4,9
Pasivo	162.168	65,1	164.417	63,0	2.249	1,4
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	29	0,0	30	0,0	2	5,6
Base monetaria	132.674	53,3	128.593	49,2	-4.080	-3,1
Efectivo	94.456	37,9	95.025	36,4	569	0,6
Reserva	38.217	15,4	33.568	12,9	-4.649	-12,2
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	2.864	1,2	1.219	0,5	-1.645	-57,4
Otros depósitos	49	0,0	56	0,0	6	12,8
Gobierno Nacional-Dirección del Tesoro Nacional M/N	14.485	5,8	22.048	8,4	7.563	52,2
Obligaciones organismos internacionales	12.067	4,8	12.471	4,8	404	3,3
Patrimonio total	86.774	34,9	96.731	37,0	9.957	11,5
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas	0	-	764	0,3	764	n.a.
Superávit	78.703	31,6	96.828	37,1	18.124	23,0
Liquidación CEC	521	0,2	521	0,2	0	0,0
Ajuste de cambio de las reservas internacionales	77.854	31,3	95.973	36,8	18.119	23,3
Inversión en activos para actividad cultural	329	0,1	334	0,1	5	1,6
Otro resultado integral (ORI)	879	0,4	-1.179	-0,5	-2.058	n.a.
Resultado del ejercicio	7.483	3,0	524	0,2	-6.959	-93,0
Resultados acumulados: efecto cambio en políticas contables	-242	-0,1	-188	-0,1	54	-22,5
Resultados acumulados: proceso de convergencia a NIIF	-61	-0,0	-31	-0,0	31	-50,0

Fuente: Banco de la República.

zadas en el mercado durante marzo y abril (COP5.921 mm) y por la entrega de TES a precios de mercado al Gobierno Nacional como parte del pago de las utilidades a distribuir del año 2020 (COP3.506 mm)⁶³ y, en menor medida, por la valoración a precios de mercado negativa de COP902 mm y por los vencimientos de cupones de COP354 mm. Además, el saldo de las operaciones de liquidez transitoria (repos de expansión) aumentó en COP6.783 mm, mientras que el portafolio de deuda privada en poder del Banco disminuyó en COP2.316 mm, como resultado, principalmente, de los vencimientos de estos títulos⁶⁴.

Por su parte, el pasivo aumentó por el comportamiento de los depósitos del Gobierno en el Banco, que fue parcialmente compensado con la disminución de la base monetaria y del saldo de depósitos remunerados no constitutivos de encaje. Durante el primer semestre de 2021 los depósitos en pesos del Gobierno Nacional en el Banco aumentaron en COP7.563 mm⁶⁵, mientras que la base monetaria y el saldo de depósitos remunerados no constitutivos de encaje tuvieron disminuciones de COP4.080 mm y COP1.645 mm, respectivamente.

Finalmente, el patrimonio aumentó principalmente por la cuenta de ajuste en cambio de las reservas internacionales. Esta cuenta tuvo una variación de COP18.119 mm⁶⁶, contrapartida del aumento del saldo en pesos de las reservas internacionales brutas. Lo anterior fue parcialmente contrarrestado por la transferencia de utilidades al Gobierno Nacional con cargo al ejercicio de 2020 por COP6.629 mm y por el menor valor de la cuenta denominada otros resultados integrales (ORI) por COP2.058 mm. Cabe resaltar que, con cargo a las utilidades de 2020, en 2021 se constituyeron reservas por COP764 mm⁶⁷. En el corrido del año a junio la utilidad del ejercicio ascendió a COP524 mm.

4.2 Estado de resultados (PyG)

4.2.1 Cierre a junio de 2021

Durante el primer semestre de 2021 la utilidad del Banco de la República ascendió a COP524 mm, producto de ingresos por COP1.345 mm y egresos por COP821 mm (Cuadro 4.2). Frente a lo observado en el período enero-junio de 2020, se presentaron disminuciones anuales de los ingresos por COP6.849 mm (-83,6%) y de los egresos por COP439 mm (-34,8%).

Los ingresos observados durante 2021 se explican principalmente por el rendimiento de los títulos en moneda nacional en poder del Banco (TES y deuda privada), las diferencias en cambio y los ingresos corporativos. El rendimiento de los títulos en moneda nacional en poder del Banco fue de COP861 mm (COP758 mm por TES y COP103 mm por títulos de deuda privada), mayor en COP53 mm frente al obtenido en el período enero-junio de 2020. En el caso de los ingresos por TES, en el primer semestre de 2021 su valor fue superior en COP185 mm frente al observado un año atrás, producto principalmente de la realización de la valoración por cambio en precios, como consecuencia de las ventas del portafolio y de la trans-

63 En virtud de lo dispuesto en la Ley 2063 de 2020, artículo 26. Véase <https://www.banrep.gov.co/es/el-banco-republica-paga-parte-las-utilidades-del-ano-2020-nacion-tes>

64 A junio de 2021 el saldo de las operaciones de liquidez transitoria ascendió a COP11.462 mm y los títulos de deuda privada en poder del Banco a COP2.810 mm.

65 Véase sombreado de base monetaria y M3.

66 Incluye la valoración por diferencia en cambio de la obligación de las asignaciones con el FMI y de los pesos andinos con el FLAR.

67 De este valor, COP583 mm correspondió a la reserva de resultados cambiarios y COP181 mm a la reserva de estabilización monetaria cambiaria.

Cuadro 4.2
Estado de resultados del Banco de la República, enero-junio
(miles de millones de pesos)

	Observado a junio		Variaciones anuales	
	2020	2021	Absoluta	Porcentual
I. Total ingresos (A + B + C)	8.194	1.345	-6.849	-83,6
A. Ingresos monetarios	8.040	1.125	-6.915	-86,0
1. Intereses y rendimientos	7.772	950	-6.822	-87,8
Reservas internacionales	6.083	-9	-6.091	n.a.
Títulos de deuda privada en poder del Banco de la República	234	103	-132	-56,1
TES en poder del Banco de la República	573	758	185	32,2
Repos de expansión	156	68	-88	-56,3
Operaciones de regulación cambiaria	726	29	-696	-95,9
2. Diferencias en cambio	268	175	-93	-34,8
3. Otros ingresos monetarios	0	0	0	343,8
B. Moneda metálica emitida	44	105	60	136,3
C. Ingresos corporativos	110	115	5	4,7
II. Total gastos (A + B + C + D)	1.260	821	-439	-34,8
A. Gastos monetarios	840	386	-453	-54,0
1. Intereses y rendimientos	753	276	-477	-63,4
Depósitos remunerados Gobierno (DGCPTN)	449	191	-257	-57,3
Depósitos de contracción monetaria	55	35	-20	-36,5
Operaciones de regulación cambiaria	249	49	-200	-80,3
2. Gastos de administración y manejo fondos en el exterior	22	24	2	10,5
3. Comisión de compromiso de crédito flexible con el FMI	49	69	20	41,0
4. Diferencias en cambio	16	17	2	11,5
5. Otros gastos monetarios	0	0	0	8,4
B. Billetes y monedas	85	89	4	4,6
C. Gastos corporativos	335	341	6	1,8
1. Gastos de personal	215	223	7	3,4
2. Gastos generales	56	56	0	0,8
3. Otros corporativos	64	63	-2	-2,7
Disponibilidad presupuestal flexible	0	0	0	n. a.
D. Gastos pensionados	0	4	4	n. a.
III. Resultado del ejercicio (I - II)	6.934	524	-6.410	-92,4

n. a.: no aplica.
Fuente: Banco de la República.

Cuadro 4.3
Rendimiento de las inversiones de las reservas internacionales
 (miles de millones de pesos)

	Observado a junio	
	2020	2021
Rendimientos	6.083	-9
Portafolio de inversión	5.667	-79
Causación de intereses	1.638	1.391
Valoración a precios de mercado	4.029	-1.470
Oro	360	-58
Organismos y entidades internacionales	55	128

Fuente: Banco de la República.

ferencia de parte de las utilidades por parte del Banco al Gobierno en TES⁶⁸. En el caso de los ingresos por títulos de deuda privada por COP 103 mm, el resultado fue producto del ingreso por causación de intereses a la tasa de interés de compra (TIR de compra) de este portafolio en poder del Banco. En cuanto a los ingresos generados por diferencias en cambio, al cierre de junio de 2021 su valor fue inferior en COP 93 mm frente al observado un año atrás⁶⁹. Con respecto a los ingresos corporativos⁷⁰, su valor fue de COP 115 mm durante el primer semestre de 2021, superior en COP 5 mm frente al observado en igual período de 2020. Cabe mencionar que la principal diferencia frente al período enero-junio de 2020 fue el rendimiento de las reservas internacionales⁷¹, el cual presentó un resultado negativo de COP 9 mm, inferior en COP 6.091 mm al resultado observado en el primer semestre de 2020 (Cuadro 4.3).

Por su parte, los egresos se explican principalmente por la remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional y por el comportamiento de los gastos corporativos. Los gastos monetarios⁷² fueron COP 386 mm durante el primer semestre de 2021, e incluyeron la remuneración de los depósitos del Gobierno por COP 191 mm, inferior en COP 257 mm con respecto al valor registrado en igual período de 2020, como resultado de un menor saldo promedio y de una menor tasa de remuneración. En cuanto a los gastos corporativos, estos ascendieron a COP 341 mm, con un incremento anual de COP 6 mm (1,8%, equivalente al -0,2% en términos reales), de los cuales: 1) los gastos de personal, COP 223 mm, aumentaron 3,4% anual (1,3% real); 2) los gastos generales, COP 56 mm, registraron una variación anual de 0,8% (-1,2% real), y 3) los otros gastos corporativos, COP 63 mm, presentaron una disminución anual de

68 Cuando el Banco registra en sus activos títulos de deuda, las valorizaciones por cambios en sus precios de mercado se registran dentro de la cuenta patrimonial ORI, sin afectar la utilidad. Si el Banco liquida portafolio (por ventas o transferencia de utilidades al Gobierno), las ganancias acumuladas dentro del ORI se transfieren al PyG, registrando con ello un aumento en los ingresos por intereses y rendimientos de títulos.

69 Cuando el peso se deprecia frente al dólar, en el PyG del Banco se registran ingresos por diferencias en cambio, resultado del mayor valor en pesos de los activos en moneda extranjera diferentes a reservas internacionales. Mientras más alta sea la depreciación del peso, mayor es el valor de estos ingresos. Durante el primer semestre de 2020 se registró un ingreso por diferencias en cambio de COP 268 mm, producto de la depreciación del peso frente al dólar del 14,62%. Para el mismo período de 2021 el ingreso por este concepto fue más bajo, debido a la menor depreciación del peso frente al dólar (9,21%).

70 Incluyen principalmente ingresos por comisiones de servicios bancarios y de negocios fiduciarios, por intereses de préstamos a empleados y pensionados, por arrendamientos, por actividades de bienestar social e ingresos en desarrollo de la actividad cultural.

71 El efecto por diferencial cambiario de las reservas internacionales por variaciones de la tasa de cambio dólar frente a otras monedas en las que se encuentran invertidas estas reservas se registra en la cuenta ORI del patrimonio del Banco, sin afectar el PyG.

72 Dentro de los cuales se registran principalmente los egresos por la remuneración a los depósitos del Gobierno y a las operaciones de contracción monetaria, por el manejo y administración de fondos en el exterior, por la comisión de compromiso de la línea de crédito flexible con el FMI y por diferencias en cambio. En 2020 y 2021 también incluyó las pérdidas en algunos contratos *forward* (NDF) y *swaps* con resultados desfavorables para el Banco.

-2,7% (-4,7% en términos reales). La reducción en los otros gastos corporativos obedeció, principalmente, a la disminución de egresos relacionados con la administración del Fondo de Ahorro y Estabilización (fideicomiso FAE)⁷³ y al efecto de la donación de la Casa Bolívar al Ministerio de Cultura en 2020.

4.3. Proyección para 2021

Para 2021 se proyecta una pérdida de COP 22 mm, que contrasta con el resultado positivo registrado en 2020⁷⁴. El resultado proyectado para 2021 es producto de ingresos por COP 1.786 mm y gastos por COP 1.808 mm (Cuadro 4.4).

Con respecto a los resultados monetarios, se estima un ingreso neto de COP 549 mm. En la proyección para 2021 se considera una disminución anual de los ingresos del 86,4% frente a lo observado en 2020, como resultado, principalmente, del menor rendimiento proyectado de las reservas internacionales de COP 6.962 mm. Los ingresos por intereses de títulos en moneda nacional en poder del Banco se estiman en COP 1.221 mm (COP 1.064 mm en TES y COP 157 mm en títulos de deuda privada), inferiores a los observados en 2020, como resultado de las ventas de portafolio realizadas por parte del Banco, de la transferencia de utilidades al Gobierno en TES y de los vencimientos de títulos. Los principales egresos monetarios corresponden a la remuneración de los depósitos del Gobierno, cuyo valor se proyecta en COP 412 mm, inferior en COP 365 mm frente a lo observado en 2020, resultado tanto del menor saldo promedio como de la menor tasa de interés de remuneración.

En relación con la puesta en circulación de billetes y monedas, se espera un egreso neto de COP 24 mm. Se estiman ingresos por el valor facial de moneda emitida por COP 269 mm, con un incremento anual del 56,9%, como consecuencia de la mayor demanda de moneda metálica. Como resultado de la emergencia sanitaria por el Covid-19, la demanda por moneda metálica se vio afectada en el primer semestre de 2020, principalmente por la baja dinámica en sectores tales como comercio al por menor, transporte urbano y peajes. A su vez, los costos por emisión y puesta en circulación de especies monetarias se proyectan en COP 292 mm, superiores en 35,5% frente a lo observado en 2020, producto de la mayor demanda de moneda metálica mencionada.

Con respecto al presupuesto corporativo y a los gastos de pensionados, se espera un egreso neto de COP 547 mm. Se estiman ingresos por COP 227 mm y egresos por COP 775 mm (variaciones anuales del 2,7% y 13,1%, respectivamente, frente a los observados en 2020). El crecimiento de los gastos corporativos obedece principalmente a lo condensado en la Convención Colectiva de Trabajo del Banco (CCT)⁷⁵, y al mayor gasto por concepto de proyectos de tecnología, mantenimientos, reparaciones y adecuaciones, y amortizaciones, depreciaciones y deterioro, entre otros. En particular, el mayor gasto en proyectos de tecnología se relaciona con el cambio de modelo de negocio según el cual se viene modificando la contratación de licenciamiento (gasto de inversión) por suscripciones en la nube (gasto de PyG). Cabe resaltar que el aumento de gastos corporativos también se relaciona con la menor base de comparación con 2020, cuando algunos de ellos no pudieron ser ejecutados por efecto de la pandemia por el Covid-19.

73 La disminución en este rubro obedece al menor valor del portafolio administrado en 2021 por el préstamo de COP 12.100 mm que se efectuó de este fondo al FOME (Fondo de Mitigación de Emergencias), Decreto 444 del 21 de marzo de 2020.

74 La utilidad de 2020 ascendió a COP 7.483 mm. El valor de la pérdida en el presupuesto aprobado para 2021 fue de COP 122 mm.

75 Dentro de la CCT del Banco se considera un aumento anual de sueldos para los empleados del Banco (excepto los excluidos de esta convención) igual a la meta de inflación más 2 pp.

Cuadro 4.4
Proyección del estado de resultados del Banco de la República, 2021
 (miles de millones de pesos)

	Observado	Proyección	Variaciones anuales	
	2020	2021	Absolutas	Porcentuales
I. Total ingresos (A + B + C)	9.863	1.786	-8.077	-81,9
A. Ingresos monetarios	9.471	1.290	-8.180	-86,4
Intereses y rendimientos	9.365	1.128	-8.237	-88,0
Reservas internacionales	6.635	-327	-6.962	n. a.
TES en poder del Banco de la República	1.133	1.064	-68	-6,0
Títulos de deuda privada en poder del Banco de la República	309	157	-152	-49,2
Repos de expansión	241	204	-37	-15,4
Operaciones de regulación cambiaria	1.047	29	-1.018	-97,2
Diferencias en cambio	105	153	48	45,5
Otros ingresos monetarios	0	9	9	6.123,5
B. Moneda metálica emitida	171	269	97	56,9
C. Ingresos corporativos	221	227	6	2,7
Comisiones: servicios bancarios y negocios fiduciarios	192	198	6	3,4
Otros ingresos corporativos	29	29	-1	-1,8
II. Total gastos (A + B + C + D)	2.380	1.808	-573	-24,1
A. Gastos monetarios	1.480	741	-739	-49,9
Intereses y rendimientos	1.318	497	-821	-62,3
Depósitos remunerados al Gobierno Nacional	777	412	-365	-47,0
Depósitos de operaciones pasivas de regulación monetaria	77	37	-40	-52,4
Operaciones de regulación cambiaria	465	49	-416	-89,5
Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	60	66	6	10,1
Comisión de compromiso de crédito flexible con el FMI	98	138	40	40,9
Diferencias en cambio	3	38	35	1.070,7
Otros gastos monetarios	1	1	0	60,2
B. Billetes y monedas	216	292	77	35,5
C. Gastos corporativos	676	762	85	12,6
Gastos de personal	432	469	37	8,5
Gastos generales	125	154	29	23,4
Otros corporativos	119	135	16	13,1
Disponibilidad presupuestal flexible	0	4	4	n. a.
D. Gastos de pensionados	8	13	5	56,1
III. Resultado del ejercicio (I - II)	7.483	-22	-7.504	n. a.

n. a.: no aplica.
 Fuente: Banco de la República.

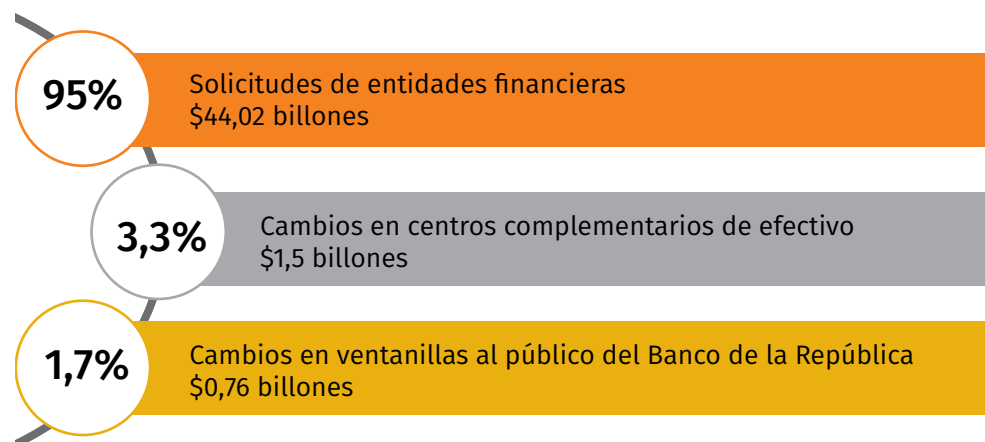
05 / Los pagos en la economía colombiana

Como consecuencia de la pandemia, la demanda de efectivo se incrementó durante 2020. De acuerdo con su mandato legal, el Banco de la República atendió este incremento, al proveer efectivo en la cantidad y calidad que demandó la economía. Los pagos electrónicos de personas naturales y jurídicas se mantuvieron relativamente estables durante 2020. El incremento en las transferencias electrónicas compensó la disminución en los pagos con tarjetas (crédito y débito) y cheques. En relación con el sistema de pagos de bajo valor, el Banco de la República participó en la definición de una nueva regulación, la cual busca promover el acceso, transparencia, integridad, estabilidad, eficiencia, innovación e interoperabilidad, y proteger los intereses de los usuarios de los servicios de pago. Asimismo, el Banco de la República siguió contribuyendo al buen funcionamiento del sistema de pagos mediante la prestación continua de los servicios del sistema de pagos de alto valor, las cuentas de depósito (CUD), el Depósito Central de Valores (DCV), la Cámara de Compensación de Transferencias Electrónicas (ACH Cenit) y la Cámara de Compensación de Cheques (Cedec).

5.1 Provisión de efectivo demandado por la economía

El Banco de la República ejerce, en forma exclusiva e indelegable, la función constitucional de emitir la moneda legal y, en consecuencia, realiza la impresión, acuñación, distribución y destrucción de especies monetarias. La provisión de billetes y monedas que requiere la economía para sus transacciones se atiende mediante tres canales de distribución (Diagrama 5.1):

Diagrama 5.1
Salidas de efectivo del Banco de la República por canal en 2020

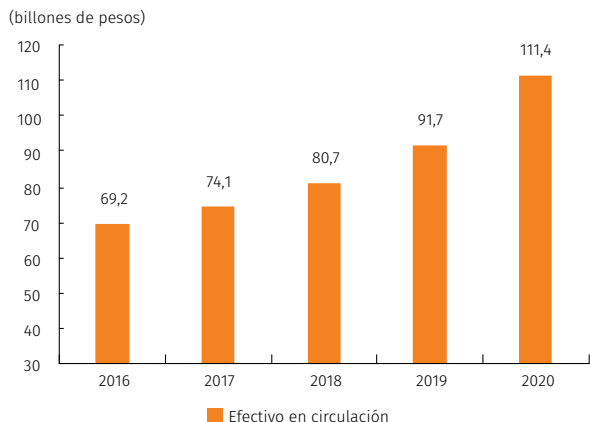


Fuente Banco de la República.

- i. Las entidades financieras, las cuales retiran el efectivo contra su cuenta de depósito (CUD) en el Banco de la República o mediante operaciones de cambio⁷⁶.

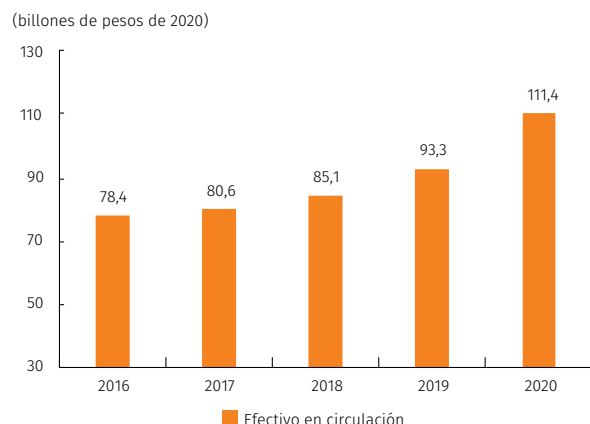
⁷⁶ Las operaciones de cambio consisten en la entrega por parte del Banco de la República de billetes nuevos o aptos para circular a cambio de billetes deteriorados, con el fin de mejorar la calidad del efectivo en circulación. Las operaciones de cambio también incluyen el canje de billetes por moneda metálica.

Gráfico 5.1
Valor nominal del efectivo en circulación a fin de año (billetes y monedas)



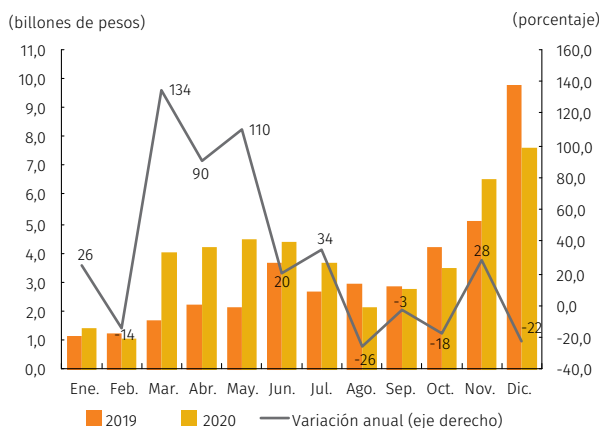
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.2
Valor real del efectivo en circulación a fin de año (billetes y monedas)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.3
Suministro de billetes por parte del Banco de la República Comparativo mensual 2019-2020



Fuente: Banco de la República.

- ii. Las ventanillas de atención al público del Banco de la República en Bogotá y en las trece sucursales que cuentan con servicio de tesorería⁷⁷, mediante las cuales se suministra principalmente billetes de baja denominación y moneda metálica por medio de operaciones de cambio.
- iii. Los centros complementarios de efectivo (CCE), que operan en veintidós ciudades⁷⁸, mediante los cuales se suministra efectivo a los bancos comerciales, comercio, público y otros sectores económicos por medio operaciones de cambio.

Las tasas promedio de crecimiento nominal y real del efectivo en circulación en el período 2016-2019 se ubicaban en 8,3% y 4%, respectivamente. En el año 2020, por la situación de pandemia, estas tasas se incrementaron al 21,5% y 19,4%. Este comportamiento de la circulación se vio principalmente influenciado por la alta demanda de efectivo que se registró a partir del mes de marzo de 2020, con el inicio de la emergencia sanitaria Covid-19. Los Gráficos 5.1 y 5.2 presentan la evolución del saldo del efectivo en circulación a fin de año (valor nominal y valor real, respectivamente), cuyo valor para el cierre de 2020 fue de COP 111,4 billones (b) (98% billetes y 2% moneda metálica).

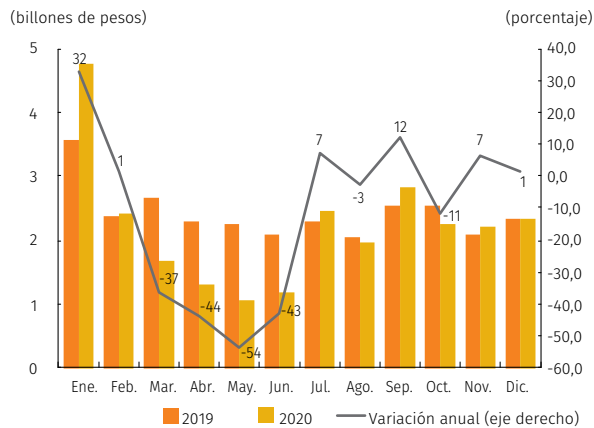
El comportamiento del efectivo en 2020, estuvo explicado por aumentos elevados en los retiros de efectivo de los bancos comerciales y una disminución en las consignaciones. En 2020 el Banco suministró COP 45,9 b en billetes a la economía, cifra que representó una variación anual del 15% frente al valor de 2019 (COP 39,8 b). En marzo, abril y mayo se registraron las mayores variaciones anuales en la demanda de efectivo de las denominaciones de alto valor, situación que se originó en la incertidumbre asociada con el inicio de la emergencia sanitaria por el Covid-19 (Gráfico 5.3). Este crecimiento contrastó con la reducción de las transacciones en efectivo en las denominaciones de bajo valor, cuyo valor suministrado se redujo en un 39,3% con respecto a 2019, en un contexto de contracción de la actividad económica y medidas de confinamiento. Por su parte, las entradas de efectivo al Banco se ubicaron en COP 26,4 b, con una variación anual de -9% frente al valor de 2019 (COP 29 b), con disminuciones significativas entre los meses de marzo a junio, asociadas también con la emergencia sanitaria (Gráfico 5.4).

El Banco de la República atendió el incremento de la demanda de efectivo, manteniendo la operación de las plantas industriales para la producción de billetes y monedas y la prestación de los servicios en sus tesorerías en todo el país, cumpliendo las medidas de bioseguridad establecidas por

77 Las ventanillas al público del Banco de la República están ubicadas en Bogotá y trece sucursales: Armenia, Barranquilla, Bucaramanga, Cali, Cúcuta, Ibagué, Leticia, Medellín, Montería, Pasto, Quibdó, Riohacha y Villavicencio.

78 Actualmente operan 39 CCE distribuidos en veintidós ciudades, nueve de ellas donde el Banco de la República no presta el servicio de tesorería (Cartagena, Florencia, Manizales, Neiva, Pereira, Popayán, Santa Marta, Sincelejo y Valledupar) y trece donde el Banco de la República sí presta este servicio (Armenia, Barranquilla, Bogotá, Bucaramanga, Cali, Cúcuta, Ibagué, Medellín, Montería, Pasto, Quibdó, Riohacha y Villavicencio).

Gráfico 5.4
Entradas de billetes al Banco de la República
Comparativo mensual 2019-2020



Fuente: Banco de la República.

el Gobierno Nacional. El Banco reaccionó oportunamente al incremento de la demanda de efectivo generado por la pandemia del Covid-19, inclusive durante marzo, abril y mayo, cuando no se observa usualmente una demanda tan alta de efectivo. Los servicios de las tesorerías para el suministro de efectivo a entidades financieras, comercio y público en ventanillas se ajustaron a la situación de emergencia sanitaria y prestaron sin interrupción. La producción de los billetes más demandados en pandemia (COP 50.000 y COP 20.000) se incrementó un 24% en el total de piezas fabricadas (703,5 millones de piezas) frente a 2019 (567,8 millones de piezas).

El comportamiento del efectivo en 2020, fue similar al observado en otros países de diferentes regiones inducido por la situación de pandemia que aún se mantiene. En el Gráfico 5.5 se observan las tasas de crecimiento real del efectivo en una muestra de países y en la zona del euro. Las tasas de crecimiento del efectivo en circulación en algunos países alcanzaron a ser similares a las observadas durante la crisis financiera de 2008, situación que se asocia con el papel del efectivo en períodos de incertidumbre. Para el caso colombiano, las entidades financieras que más solicitaron retiros de efectivo relacionaron la alta demanda, principalmente, con los alivios económicos monetarios adoptados por el Gobierno Nacional en el marco de la emergencia sanitaria y con la tenencia de efectivo por parte del público como medio de reserva ante la incertidumbre generada por la pandemia, comportamiento que, como ya se mencionó, se confirmaba con los bajos retornos de efectivo a los bancos.

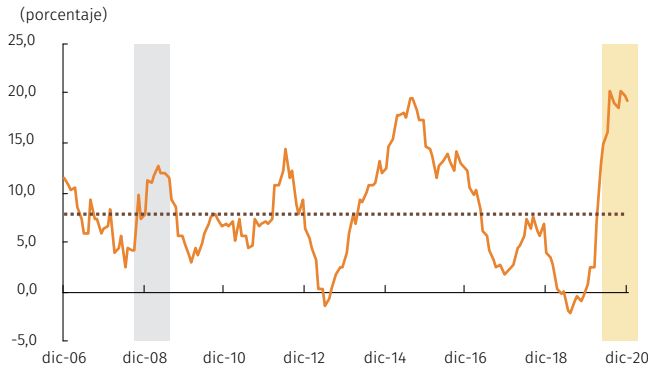
Al corte de junio de 2021 el valor de los billetes en circulación se ubicó en COP 109,1 b, valor similar al observado en diciembre de 2020 (Gráfico 5.6). Lo anterior evidencia que la demanda de efectivo continúa recogiendo el impacto de la emergencia sanitaria del Covid-19. Las operaciones de provisión de efectivo se han mantenido en un monto similar a lo observado en el mismo período de 2020 (Gráfico 5.7), afectadas, adicionalmente, por la situación de orden público, que incrementó la incertidumbre a partir de mayo.

5.2 Pagos en el mercado de bienes y servicios

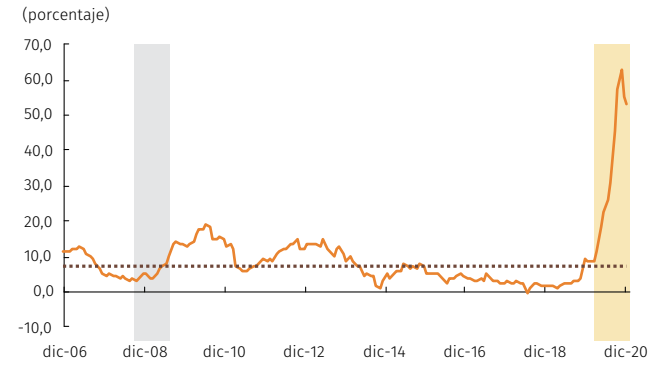
El efectivo continúa siendo el instrumento de pago más utilizado por la población en sus pagos habituales. Dentro del mercado de bienes y servicios se realizan pagos frecuentes para alimentos, bebidas, transporte, vestuario, servicios públicos, arriendos o cuotas para el pago de vivienda propia, entre otros. En 2019, cuando se le preguntó a la población por el instrumento preferido para aquellos pagos habituales⁷⁹, las personas percibieron que el efectivo es el preferido en un 87%, seguido por la tarjeta débito (5%), la transferencia electrónica

79 Cada dos años la Subgerencia Industrial del Banco de la República realiza, con la asesoría metodológica de la Subgerencia de Estudios Económicos, la encuesta nacional sobre provisión de los billetes y monedas e instrumentos de pago (Epbmip). Los principales resultados de las encuestas se presentan en el Reporte de Sistemas de Pago del Banco de la República.

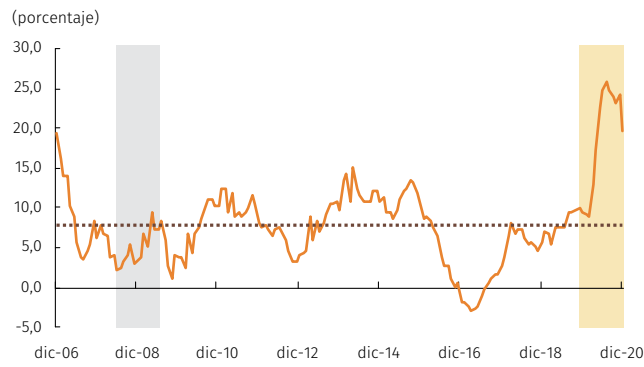
Gráfico 5.5
Crecimiento anual real del efectivo en circulación
A. México



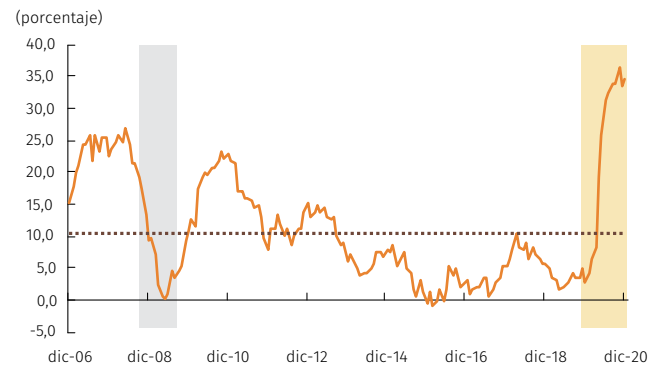
B. Chile



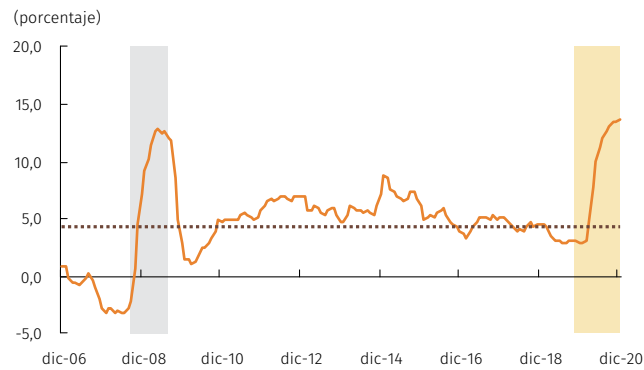
C. Colombia



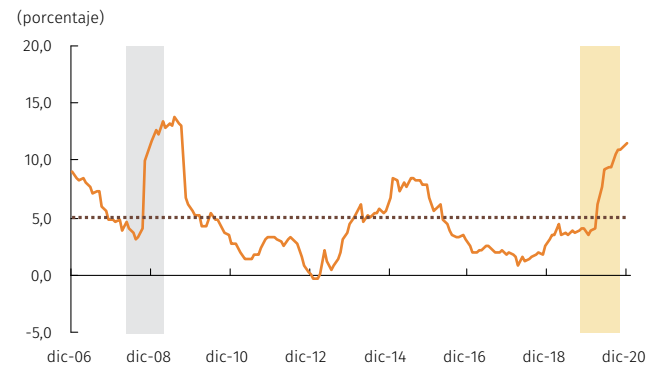
D. Perú



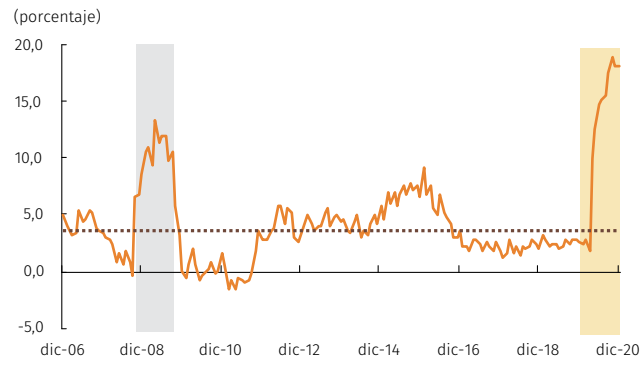
E. Estados Unidos



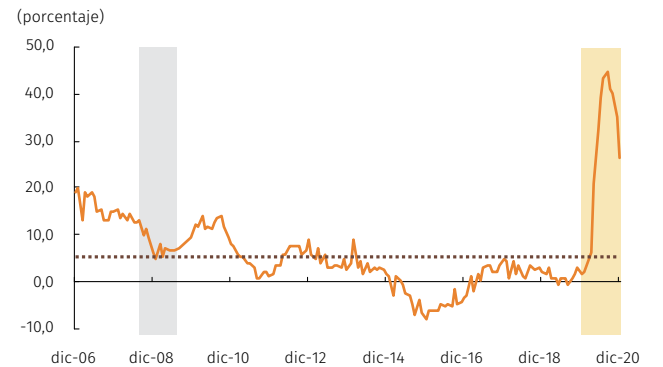
F. Zona del euro



G. Australia



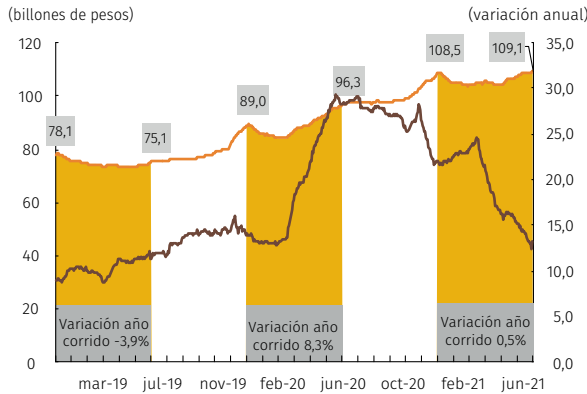
E. Brasil



..... Promedio tasa de crecimiento, 2006-2020 ■ Pandemia ■ Crisis financiera global

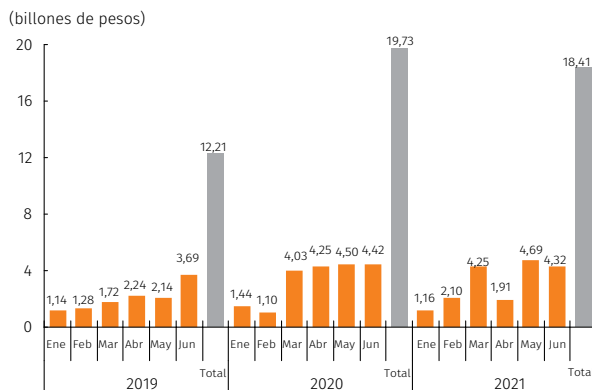
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.6
Circulación de billetes (enero 2019 – junio 2021)
(variación anual)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.7
Suministro de billetes por parte del Banco de la República,
2019–2021
(enero–junio, billones de pesos)



Fuente: Banco de la República.

Cuadro 5.1
Pagos electrónicos, personas naturales y jurídicas

Instrumento	2019	2020	Variación (porcentaje)
Tarjeta crédito	53,6	44,1	-17,7
Tarjeta débito	52,0	53,5	2,8
Cheques	185,6	118,6	-36,1
Transferencias	1.028,5	1.116,8	8,6
Total	1.319,6	1.332,9	1,0

Nota: pagos electrónicos se refiere a aquellos cuya compensación y liquidación se realiza de forma electrónica. Los pagos con tarjetas se refieren a compras. Los pagos con cheques y transferencias corresponden a transacciones interbancarias (no se incluyen los pagos intrabancarios).
Fuentes: Superfinanciera, ACH Colombia y Banco de la República.

(3%) y la tarjeta de crédito (2%). Estos resultados son similares a los obtenidos en 2017, aunque se evidenció una ligera disminución en la preferencia por el efectivo, del 90% al 87%. El efecto de la pandemia en las preferencias por instrumentos de pago será evaluado una vez se obtengan los resultados de la encuesta de 2021.

Los pagos electrónicos, de personas naturales y jurídicas se mantuvieron relativamente estables durante 2020. El incremento en las transferencias electrónicas compensó la disminución en los pagos con tarjetas (crédito y débito) y cheques⁸⁰.

Las transferencias electrónicas y los cheques son utilizados principalmente por las personas jurídicas (95% y 86%, respectivamente), mientras que las tarjetas débito y crédito, por las personas naturales (94% y 92%, en su orden). Las transferencias han sido el instrumento de pago electrónico más utilizado en Colombia en el mercado de bienes y servicios durante la última década y han aumentado durante los últimos años. En 2020 los pagos electrónicos alcanzaron un valor de COP 1.332,9 billones (Cuadro 5.1). El aumento del 8,6% en los pagos con transferencias electrónicas durante 2020 compensó la disminución del 7,6% y 36,1% en los pagos con tarjetas (crédito y débito) y cheques, respectivamente. Esta sustitución de pagos con tarjetas y cheques por pagos con transferencias electrónicas ocurrió en los pagos realizados por las personas naturales y jurídicas. En el caso de las personas naturales, las transferencias electrónicas aumentaron un 62,8%, mientras que los pagos con tarjetas y cheques disminuyeron en 6,6% y 51,2%, en su orden.

5.3 Pagos en los mercados de activos financieros

El eje central de la infraestructura financiera en Colombia es el sistema de pagos de alto valor, administrado por el Banco de la República. Este sistema opera con base en las cuentas de depósito (CUD) que las entidades financieras tienen en el Banco de la República. En el sistema de pagos de alto valor se realiza la liquidación en pesos de las operaciones resultantes del mercado de activos financieros, así como de las infraestructuras de pagos de bajo valor donde se liquidan las compras de bienes y servicios. En 2020 el sistema de alto valor liquidó operaciones por COP 55,5 b en promedio diario. En el total anual, el valor cursado representó 13,5 veces el PIB colombiano en 2020.

Durante 2020 el monto de las operaciones liquidadas en el sistema de pagos de alto valor aumentó 7,7% frente a 2019. Dicho crecimiento se explica principalmente por el incremento en el valor de las operaciones cursadas por depósitos remunerados realizados por la Dirección General de Crédito Público y del

80 En este caso, pagos electrónicos se refiere a aquellos cuya compensación y liquidación se realiza de forma electrónica, por lo que el cheque está incluido. En los datos reportados no se incluyen los pagos intrabancarios; es decir, los que se compensan y liquidan dentro de las instituciones financieras.

Tesoro Nacional⁸¹, que pasó de COP 4,3 b a COP 16,4 b promedio diario, así como por el aumento en el monto liquidado de las operaciones del mercado de deuda pública, que pasó de COP 15,8 b a COP 17,1 b promedio diario. Estas últimas operaciones provienen del Depósito Central de Valores (DCV), que es una infraestructura administrada por el Banco de la República, encargada de compensar y liquidar las operaciones del mercado de deuda pública. Este aumento en la liquidación de operaciones del DCV se explica por el aumento del valor de las simultáneas⁸² sobre deuda pública, las cuales se incrementaron en cerca del 24%, de COP 5,2 b a COP 6,4 b promedio diario, compensando así la disminución en compraventas de deuda pública, que pasaron de COP 4,8 b a COP 3,6 b.

En 2020 la compensación y liquidación de operaciones por parte de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) fue jalonada por el crecimiento de los contratos *non delivery forward* peso-dólar. La CRCC es una infraestructura privada que realiza la compensación y liquidación centralizada⁸³ de operaciones a plazo y derivados estandarizados y no estandarizados⁸⁴. El valor de las operaciones compensadas y liquidadas por la CRCC durante 2020 ascendió a COP 4,3 b promedio diario, lo que representa un incremento del 12,1% frente al valor de las operaciones de 2019. Los contratos *non delivery forward* peso-dólar pasaron de COP 2,5 b a COP 3,1 b promedio diario, correspondiente a un crecimiento del 24%. En 2020 la CRCC incorporó la totalidad del mercado accionario. En 2019 la CRCC compensaba y liquidaba productos financieros agrupados en cuatro segmentos, que comprenden derivados financieros, renta fija, *swaps* de tasa de interés y de renta variable (i. e., repos sobre acciones). Durante 2020 la CRCC incorporó el contado y la transferencia temporal de acciones al segmento de renta variable. Asimismo, como resultado de la fusión (por común acuerdo) con la Cámara de Compensación de Divisas de Colombia (CCDC), en 2020 se creó el segmento de divisas, en el cual se compensa y liquida el contado de divisas peso-dólar.

5.4 Acciones y apoyos en regulación

El Banco de la República participó en las mesas de trabajo interinstitucionales para definir la nueva regulación del sistema de pagos de bajo valor, la cual quedó estipulada en el Decreto 1692 de 2020. Este decreto se fundamenta en que el sistema de pagos de bajo valor es esencial para el adecuado funcionamiento del sector financiero y para aumentar la eficiencia y formalidad de la economía, contribuyendo así a la transformación digital del Estado y de la sociedad, y facilitando la inclusión financiera. Cubre temas tales como definiciones pertinentes al proceso de pago, las normas aplicables a las entidades administradoras de sistemas de pago de bajo valor (EASPBV), encargadas de la compensación y liquidación de operacio-

81 Este incremento se explica principalmente por la disminución en el plazo promedio ponderado de esos depósitos, el cual pasó de 41,7 a 11,4 días, lo cual resulta en un mayor valor de operaciones cursadas en el sistema de pagos de alto valor por este concepto.

82 Las simultáneas son operaciones de préstamo con colateral, en la cual una parte (el adquirente) obtiene un título valor a cambio de la entrega de una suma de dinero al enajenante, asumiendo el compromiso de devolver la propiedad de dicho título valor al enajenante a un precio determinado.

83 Como entidad de contrapartida central, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte se interpone entre compradores y vendedores del mercado para realizar la compensación y liquidación centralizada de las obligaciones, con lo cual busca mitigar el riesgo de contraparte.

84 Son estandarizados aquellos cuyas características de negociación (valor, plazo, tipo de liquidación, etc.) han sido previamente establecidas por el administrador del mercado (e. g.: la bolsa de valores). Por el contrario, las características de negociación de los no estandarizados son acordadas directamente entre el comprador y el vendedor.

nes, así como a la actividad de adquirencia⁸⁵. Respecto a las normas aplicables a las EASPBV, establece que únicamente estas entidades pueden desarrollar la actividad de compensación y liquidación de los sistemas de pago de bajo valor; este es un cambio importante, ya que se obliga a dividir el negocio de la adquirencia del de la compensación y liquidación de operaciones. Sobre la actividad de adquirencia, estipula que esta podrá ser desarrollada no solo por los establecimientos de crédito, sino también por las sociedades especializadas en depósitos y pagos electrónicos (Sedpe) y por sociedades no vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia. Todo esto pretende modernizar las reglas de juego del sistema de pagos de bajo valor, con el fin de promover el acceso, transparencia, integridad, estabilidad, eficiencia, innovación, interoperabilidad y proteger los intereses de los usuarios de los servicios de pago.

Como autoridad cambiaria, en 2020 la Junta Directiva del Banco de la República emitió la regulación correspondiente ante la fusión (por común acuerdo) de la Cámara de Compensación de Divisas de Colombia⁸⁶ y de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC). El propósito de esta fusión, de la cual la CRCC es la entidad absorbente, es el de brindar mayor liquidez al mercado cambiario, lo cual se consigue al mitigar el riesgo de contraparte con la interposición de la CRCC como contraparte de todas las obligaciones en la compensación y liquidación de las operaciones de divisas. Como consecuencia de la fusión, la Junta Directiva del Banco de la República ajustó la regulación correspondiente para la adecuada compensación y liquidación de las operaciones de contado de divisas. De esta manera, autorizó a las cámaras de riesgo central de contraparte a efectuar la compensación y liquidación como contraparte de contratos de compra y venta de contado peso/dólar. Asimismo, incluyó al efectivo en dólares como activo admisible para la constitución de garantías.

85 La actividad consiste en la ejecución y el cumplimiento de las siguientes responsabilidades: 1) vincular a los comercios al sistema de pago de bajo valor; 2) suministrar a los comercios las tecnologías de acceso que permitan el uso de instrumentos de pago; 3) procesar y tramitar órdenes de pago o transferencia de fondos iniciadas mediante tecnologías de acceso, y 4) abonar los recursos de las ventas realizadas por medio de las tecnologías de acceso suministradas.

86 La Cámara de Compensación de Divisas de Colombia tenía como función la compensación y liquidación de las operaciones de contado de divisas entre intermediarios del mercado cambiario.

Sombreado 1

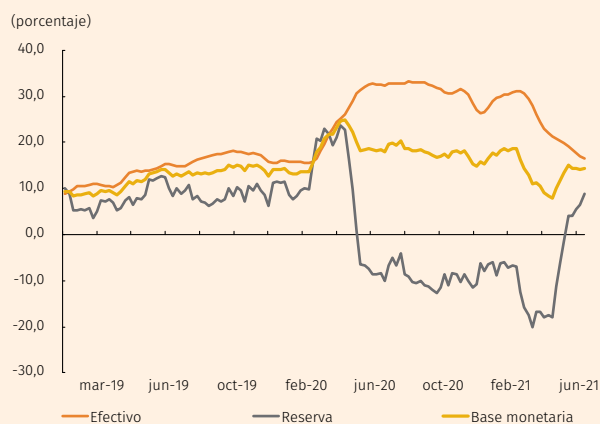
Base monetaria y M3

Durante el primer semestre de 2021 los agregados monetarios presentaron crecimientos menores a los registrados en los meses anteriores, en buena medida por el efecto que tiene sobre la variación anual los cambios abruptos de nivel registrados en marzo y en el segundo trimestre de 2020. Además, continuaron reflejando una preferencia por activos líquidos.

En el caso de la base monetaria, para el primer semestre de 2021 el crecimiento promedio anual fue del 14,1% (vs. 18,0% en todo 2020), resultado de una variación anual del 24,5% para el efectivo en poder del público y del -7,1% para la reserva bancaria (vs. 27,2% y 0,0% en 2020). Para el efectivo, principal componente de la base monetaria, los incrementos anuales pasaron de cerca del 30% a finales de 2020 y comienzos de 2021, a alrededor del 17% durante junio, en parte gracias a que se diluyó gradualmente el efecto base del cambio en su nivel en el segundo trimestre de 2020¹. Estos crecimientos, si bien son menores a los registrados en 2020, aún son altos frente a sus promedios históricos². Por el contrario, la reserva bancaria pasó de presentar caídas a finales de 2020 y comienzos de 2021 a variaciones positivas en términos anuales, debido a que en mayo se completó un año desde que empezó a aplicar la disminución en los coeficientes de encaje y, por tanto, en la caída en el nivel de la reserva requerida³ (Gráfico S1.1).

En niveles, al cierre de junio y frente al cierre de diciembre de 2020 la base monetaria se redujo COP 3.296 mm, explicada por una caída en la reserva bancaria de COP 5.284 mm y un incremento en el efectivo en poder del público de COP 1.988 mm. Por fuentes, en la mayor parte del período las operaciones de liquidez transitoria (repos y depósitos de contracción) compensaron los movimientos de los depósitos del Gobierno en el Banco, en la medida en que estos excedieran el cambio en la demanda de base monetaria. La excepción fueron

Gráfico S1.1
Base monetaria, efectivo y reserva (variación porcentual anual, promedio móvil de 4 semanas)



Fuente: Banco de la República, cálculos con información de la Superintendencia Financiera de Colombia.

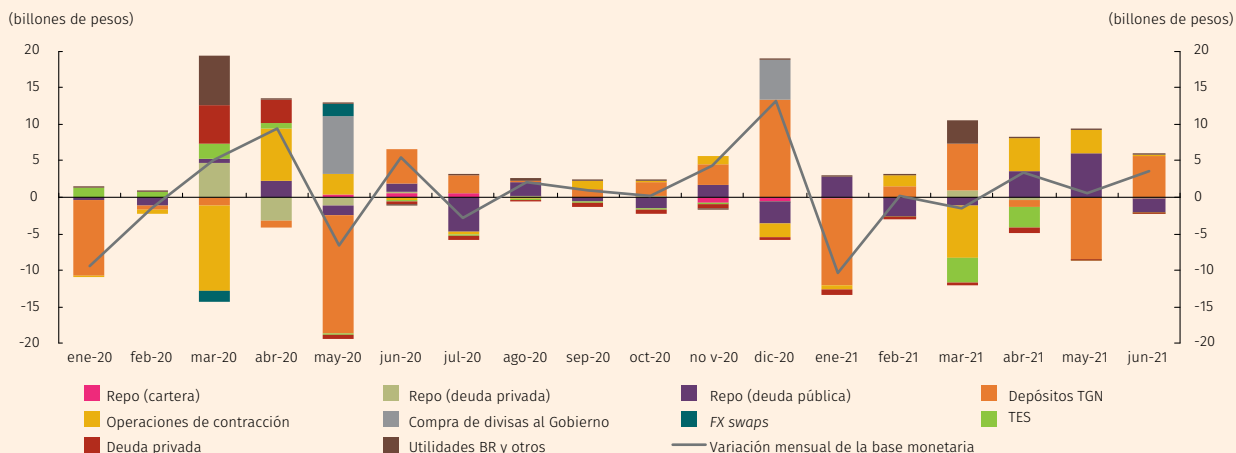
marzo⁴ y abril, cuando el Banco vendió TES en el mercado por COP 5.921 mm para compensar, parcialmente, el fuerte incremento en la oferta de la base monetaria generado por el vencimiento de TES en marzo (cerca de COP 10.800 mm⁵). Adicionalmente, se presentaron vencimientos de principal e intereses del portafolio de deuda privada en poder del Banco, los cuales generaron una contracción de la base monetaria por COP 2.356 mm (Gráfico S1.2).

Por su parte, en el primer semestre de 2021 el M3 y los depósitos en poder del público⁶ registraron una variación anual promedio del 8,9% y 6,5%, respectivamente (vs. 13,6% y 11,7% en todo el año 2020). El crecimiento anual del segundo trimestre fue menor al del primero, y bajo en términos históricos⁷, debido a la alta base de

- 1 En 2020 el efectivo tuvo un significativo aumento de nivel entre marzo y junio.
- 2 Utilizando el IPC total como deflactor, durante el primer semestre del año el crecimiento real anual promedio del efectivo fue del 21,8% (27,7% en el primer trimestre y 15,9% en el segundo), frente a un promedio del 7,4% desde 1984.
- 3 La disminución en los coeficientes de encaje que la JDBR estableció el 14 de abril de 2020 aplicó desde la bisemana del disponible que inició el 13 de mayo de 2020. Véase <https://www.banrep.gov.co/es/banco-republica-inyecta-liquidez-permanente-economia-mediante-reduccion-del-encaje-y-refuerza-su>

- 4 En marzo, además, el Banco pagó utilidades al Gobierno Nacional correspondientes a la vigencia 2020 por COP 6.629 mm, de los cuales, de acuerdo con la solicitud del Ministerio de Hacienda a la JDBR, COP 3.506,2 mm se entregaron en TES y el monto restante se abonó a la cuenta del Gobierno en el Banco de la República.
- 5 El 9 de marzo de 2021 vencieron TES de corto plazo por un valor nominal de COP 2.850 mm y el 10 de marzo de 2021 TES UVR por un valor nominal de COP 7.923 mm (véase <https://www.irc.gov.co>)
- 6 No incluye los CDT y bonos en poder del Banco de la República.
- 7 Utilizando el IPC total como deflactor, el crecimiento anual promedio del segundo trimestre fue del 3,1% para el M3 y 1,2% para los depósitos, los más bajos desde el primer trimestre de 2018 y 2003, respectivamente.

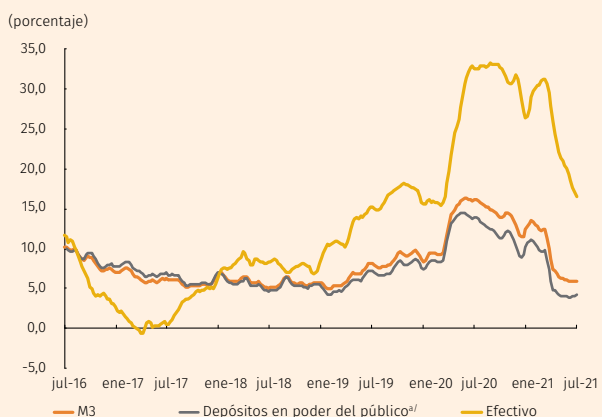
Gráfico S1.2
Variación de la base monetaria por fuentes



Nota: Valores positivos indican expansión de la base monetaria y negativos indican contracción.
Fuente: Banco de la República.

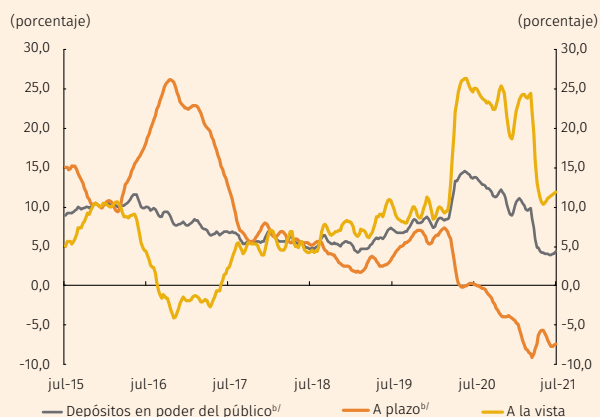
comparación en 2020⁸ (Gráfico S1.3). Para los depósitos en poder del público, se evidenció que persiste la preferencia por aquellos a la vista, los cuales, a finales de junio, mostraron aumentos anuales similares a los de los primeros meses de 2020 (previo a la pandemia), a pesar de la alta base de comparación. Para los depósitos a plazo, el saldo continuó reduciéndose (en promedio un -7,2% anual), en particular el de aquellos a plazo superior a un año (Gráfico S1.4).

Gráfico S1.3
M3 y sus componentes
(variación porcentual anual, promedio móvil de 4 semanas)



a/ Excluye los CDT y bonos en poder del Banco de la República.
Fuente: Banco de la República, cálculos con información del formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico S1.4
Depósitos en poder del público^{a/} y sus componentes
(variación porcentual anual, promedio móvil de 4 semanas)



a/ Excluye los CDT y bonos en poder del Banco de la República.
b/ A partir de las estadísticas con corte a 28 de agosto de 2020 se excluyeron los bonos y CDT en poder del Banco de la República, y se reprocesaron las series desde el 27 de marzo de 2020 hasta la fecha.
Fuente: Banco de la República, cálculos con información del formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

8 En 2020 para los depósitos en poder del público y, por tanto, para el M3, el aumento de nivel ocurrió, en su mayoría, en marzo y en las primeras semanas de abril.

Sombreado 2

Balance externo de Colombia en el primer trimestre de 2021

El déficit corriente de la balanza de pagos del país, estimado en USD 3.633 m para el primer trimestre de 2021, fue superior en USD 1.092 m al de un año atrás (Cuadro S2.1). Como proporción del PIB trimestral, se estima que el déficit fue del 4,8%, mayor en 1,3 puntos porcentuales (pp) al estimado un año antes.

A pesar de seguir sujetos a las cambiantes condiciones económicas y financieras nacionales e internacionales, propiciadas por la pandemia del Covid-19, el primer trimestre de 2021 se caracterizó por la recuperación de la demanda interna, lo cual se manifiesta en la ampliación del déficit corriente, compensado parcialmente por el mejoramiento en los precios de los principales bienes de exportación. En primer lugar, el crecimiento tanto del gasto de los hogares como de la formación bruta de capital fijo, con variaciones anuales del 2,9% y del 5,3%, respectivamente, se reflejan en el aumento tanto de las importaciones de bienes y servicios como en las ventas de las empresas con inversión extranjera directa (IED). Esto último se manifiesta en el incremento de los egresos netos del rubro renta de los factores (USD 474 m). Por otra parte, a pesar de los mayores precios y la recuperación de los principales socios comerciales, las menores cantidades despachadas explican la disminución de las exportaciones de bienes. Por consiguiente, ante el mayor valor de las importaciones frente a la disminución del monto de las exportaciones, el déficit en la balanza comercial se amplió en USD 568 m con respecto a un año atrás (Cuadro S2.1). En menor medida, el déficit en la balanza de servicios también aumentó (USD 382 m). Por su parte, los ingresos netos por transferencias corrientes se incrementaron en USD 332 m.

Aunque la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos de Colombia muestra una estrecha relación con el comportamiento de la balanza comercial de bienes, debido a la elevada participación de las exportaciones e importaciones en el total de ingresos y egresos corrientes del país¹, la dinámica de la renta factorial se ha convertido en una fuente importante del resultado deficitario de la cuenta corriente del país durante el período en análisis.

1 El análisis de la estructura y de la evolución de los ingresos de la cuenta corriente durante los últimos quince años revela que las ventas externas de mercancías son su principal componente, participando en un rango entre el 63% y 81% del total de ingresos. En cuanto a los egresos corrientes, su componente más importante son las importaciones de bienes, las cuales representaron en promedio el 64% del total de egresos (65,4% en el primer trimestre de 2021).

El mayor déficit corriente del país tuvo como contrapartida mayores necesidades de financiamiento, con lo que durante el primer trimestre de 2021 la cuenta financiera² registró entradas netas de capital por USD 3.162 m (4,2% del PIB) superiores a lo observado un año atrás, cuando totalizaron USD 2.166 m (3,0% del PIB) (Cuadro S2.1).

Las fuentes de financiamiento externo del déficit corriente fueron, en su orden, la IED (USD 2.703 m; 3,6% del PIB), que se redujo en USD 737 m con respecto al mismo período de 2020, compensado parcialmente por amortizaciones netas por concepto de otros créditos externos por USD 1.168 m y liquidaciones de inversiones extranjeras de cartera por USD 896 m.

Los resultados descritos implican que la estructura de las fuentes de financiación externa del déficit corriente vuelve a registrar la composición de los últimos años, cuando los capitales por IED eran los principales financiadores externos, frente a lo ocurrido en 2020, cuando la deuda externa pública se convirtió en la principal fuente de financiamiento externo. Cabe señalar que, a pesar de lo anterior, el flujo de capital por IED disminuyó a raíz de los menores aportes recibidos debido a que tanto los ingresos de capital como los préstamos entre filiales se redujeron durante el primer trimestre de 2021. Esta dinámica se manifestó en la mayoría de las actividades económicas, en especial en los sectores de suministro de electricidad, gas y agua, industrias manufactureras y explotación de petróleo, minas y canteras.

A continuación, se describe con mayor detalle el comportamiento de los distintos componentes de la balanza de pagos (Cuadro S2.1).

El comercio exterior de bienes durante el primer trimestre de 2021 registró una balanza deficitaria de USD 2.668 m, superior en USD 568 m a la de un año atrás. Esta ampliación del déficit se explica por el aumento de las importaciones (USD 504 m, 4,4%) y por la

2 De acuerdo con la versión sexta del Manual de balanza de pagos propuesta por el FMI, la cuenta financiera se presenta con el mismo signo de la cuenta corriente. La cuenta financiera es el resultado de la diferencia entre los flujos activos y pasivos. Si la cuenta corriente es deficitaria, la cuenta financiera es negativa, lo que indica que la economía colombiana tuvo que acudir a la financiación externa (pasivos) y/o liquidar sus activos externos para financiar su exceso de gasto corriente. Por el contrario, si la cuenta corriente es positiva (superávit), la cuenta financiera también presenta un signo positivo, indicando que existe capacidad de préstamo de recursos financieros del país al resto del mundo.

Cuadro S2.1
Balanza de pagos de Colombia

Cuenta corriente (millones de dólares)	2020 (p) ene-mar	2021 (p) ene-mar	Variación (dólares)
Cuenta corriente (A + B + C)	-2.541	-3.633	-1.092
Porcentaje del PIB	-3,5%	-4,8%	
A. Bienes y servicios	-2.992	-3.942	-950
1. Bienes	-2.100	-2.668	-568
Exportaciones FOB	9.287	9.223	-64
Importaciones FOB	11.387	11.891	504
2. Servicios	-892	-1.274	-382
Exportaciones	2.473	1.449	-1.024
Importaciones	3.364	2.722	-642
B. Renta de los factores	-1.687	-2.161	-474
Ingresos	1.148	1.148	-0
Egresos	2.835	3.309	474
C. Transferencias corrientes	2.138	2.469	332
Ingresos	2.364	2.721	357
Egresos	226	252	26
Cuenta financiera Flujos anuales (millones de dólares)	2020 (p) ene-mar	2021 (p) ene-mar	Variación (dólares)
Cuenta financiera con variación de reservas internacionales (A + B + C + D)	-2.166	-3.162	-996
Porcentaje del PIB	-3,0%	-4,2%	
A. Inversión directa (ii-i)	-2.201	-1.874	327
i. Extranjera en Colombia (IED)	3.440	2.703	
Porcentaje del PIB (IED)	4,7%	3,6%	
ii. Colombiana en el exterior	1.238	829	
B. Inversión de cartera (1+2)	-265	742	1.007
1. Sector público (ii-i)	-588	-318	
i. Inversión extranjera de cartera (a+b)	-289	-416	
a. Mercados internacionales (bonos)	532	281	
b. Mercado local (TES)	-822	-697	
ii. Inversión de cartera en el exterior	-878	-734	
2. Sector privado (ii-i)	323	1.060	
i. Inversión extranjera de cartera (a+b)	-413	-480	
a. Mercados internacionales (bonos)	-250	-212	
b. Mercado local	-163	-269	
ii. Inversión de cartera en el exterior	-90	579	
C. Otros flujos de capital sector público + sector privado	472	-2.220	-2.692
D. Activos de reserva	-171	190	361
Errores y omisiones (E y O)	375	471	96
Memo ítem:			
Cuenta financiera sin variación de reservas internacionales	-1.995	-3.353	-1.358
Variación de reservas internacionales	-171	190	

(p): provisional.
(pr): preliminar.
Fuente: Banco de la República.

disminución en el valor de las exportaciones (USD 64 m, 0,7%) (Cuadro S2.1).

El descenso exportador se originó, principalmente, en las menores ventas de carbón (USD 649 m), y en menor medida por la reducción en las de petróleo y sus derivados (USD 54 m) y de banano (USD 41 m). En contraste, aumentaron las ventas externas de productos industriales (USD 404 m), oro no monetario (USD 251 m), café (USD 160 m) y flores (USD 55 m). El menor valor exportado del petróleo crudo y del carbón se origina por el menor volumen exportado (25,8% y 46,1%, en su orden), compensado parcialmente por el aumento en sus precios de exportación (35,3% y 10,6%, respectivamente). En cuanto a las exportaciones de oro no monetario y de café, su incremento ocurrió por el alza tanto en sus cantidades despachadas (37,7% y 9,1%, en su orden) como en sus precios de venta (17,9% y 15,6%, respectivamente).

El aumento en el valor importado se explica principalmente por el incremento en las importaciones de insumos y de bienes de capital para la industria (USD 667 m; 11,3%) y en las de bienes de consumo (USD 175 m; 6,3%), compensado parcialmente por la disminución en las compras externas de combustibles y lubricantes (USD 202 m; 25,1%).

En cuanto a los términos de intercambio del país, durante el primer trimestre de 2021 estos aumentaron 12,9% con respecto al mismo período de 2020, liderados por el incremento en los precios del petróleo. El declive del comercio exterior de servicios del país ha venido ocurriendo en el marco de la pandemia por el Covid-19, que obligó a los países a cerrar sus economías y fronteras internacionales para reducir el contagio y mitigar los efectos sobre la salud pública. En este contexto, los servicios de viajes y transporte han perdido relevancia en los valores exportados e importados por Colombia. Un año atrás estos rubros representaron el 70% y el 50% del valor total de las exportaciones e importaciones de servicios, mientras que en el primer trimestre de 2021 estas participaciones se redujeron en su orden al 49% y al 44%.

Por su parte, el déficit de la cuenta de servicios aumentó en USD 382 m en el primer trimestre de 2021 (Cuadro S2.1), debido a la mayor reducción de sus exportaciones frente al de los servicios importados. El declive del comercio exterior de servicios del país ha venido ocurriendo en el marco de la pandemia por el Covid-19, que obligó a los países a cerrar sus economías y fronteras internacionales para reducir el contagio y mitigar los efectos sobre la salud pública. En este contexto, los servicios de viajes y transporte han perdido relevancia en los valores exportados e importados por Colombia. Un año atrás estos rubros representaron el 70% y el 50% del valor total de las exportaciones e importaciones de servicios, mientras que en el primer trimestre de 2021 estas participaciones se redujeron en su orden al 49% y al 44%.

La fuerte contracción de las exportaciones de servicios se encuentra jalonada por las menores ventas de servicios tradicionales³ USD 1.011 m (59%), mientras que

3 Se clasifican como servicios tradicionales los viajes y transporte.

los servicios modernos⁴ tuvieron un crecimiento anual de USD 16 m (2,5%), propiciado por los servicios de *call center*, los cuales compensaron las caídas de los otros servicios⁵ de este rubro. Servicios como los de *contact center* han estado impulsados por la virtualidad que suponen las cuarentenas en todo el mundo, al requerirse servicios sin atención presencial prestados gracias al uso de tecnologías de información y comunicación.

Por su parte, las menores importaciones se dieron en los tres grupos de servicios. Los tradicionales se redujeron USD 502 m (30%), tendencia jalonada por la caída de los servicios de viajes (USD 588 m), la cual no fue compensada con el crecimiento de las importaciones de servicios de transporte (USD 86 m). Los servicios modernos disminuyeron USD 110 m (12%), en los que se destacan las menores compras de servicios empresariales. Finalmente, los otros servicios se redujeron USD 30 m (4%) debido a las menores importaciones de servicios financieros y servicios de mantenimiento y reparación.

Durante el período de análisis, se estima un balance deficitario de la renta de los factores (ingreso primario) por USD 2.161 m, superior en USD 474 m con respecto a un año atrás (Cuadro S2.1), explicado principalmente por los mayores egresos por las utilidades vinculadas a la IED (USD 428 m). El incremento en las utilidades de la IED fue generalizado, destacándose el aumento de las ganancias estimadas para las firmas que operan en las actividades de explotación petrolera (USD 183 m), industrias manufactureras (USD 90 m), suministro de electricidad, gas y agua (USD 76 m), y comercio, restaurante y hoteles (USD 41 m).

Con relación al rubro de transferencias corrientes, durante el primer trimestre de 2021 se recibieron ingresos netos de USD 2.469 m, superiores en 15,5% (USD 332 m) a lo obtenido un año antes, resultado explicado en su mayoría por el monto de las remesas de trabajadores, las cuales ascendieron a USD 1.937 m, con un incremento anual del 10,2% (USD 179 m). Este aumento estuvo explicado por las remesas enviadas desde los Estados Unidos y España, las cuales crecieron un 14% y un 30% anualmente, mientras que las provenientes de países de América Latina se redujeron en un 6%.

En cuanto al resultado de la cuenta financiera, durante el primer trimestre de 2021 se registraron entradas netas de capital por USD 3.162 m, cifra superior en

4 Este grupo incluye los servicios de telecomunicaciones, informática e información, cargos por uso de propiedad intelectual, y otros servicios empresariales.

5 En los otros servicios se encuentran los financieros, seguros y servicios de pensiones, manufactura de insumos físicos pertenecientes a otros, servicios de mantenimiento y reparación, servicios personales, culturales y recreativos, y servicios del gobierno.

USD 996 m a la observada un año atrás. Estas entradas netas se explican por ingresos de capital extranjero (USD 638 m), ingresos por liquidaciones de activos de capital colombiano en el exterior (USD 2.376 m), pagos de no residentes a residentes por concepto de derivados financieros (USD 339 m), y aumento de las reservas internacionales por concepto de transacciones de balanza de pagos (USD 190 m). Los errores y omisiones se estimaron en USD 471 m (Cuadro S2.1).

Estos ingresos fueron resultado de USD 2.703 m por concepto de IED, compensado parcialmente por amortizaciones netas de préstamos y otros créditos externos por USD 1.168 m, y liquidaciones de inversiones extranjeras de cartera por USD 896 m.

Durante el primer trimestre de 2021 por concepto de IED se recibieron USD 2.703 m (3,6% del PIB trimestral), monto inferior en USD 737 m (21,4%) a lo recibido un año antes. La distribución por actividad económica de la IED recibida en este período fue la siguiente: minería y petróleo (34%), transporte y comunicaciones (22%), servicios financieros y empresariales (19%), electricidad (7%), comercio y hoteles (6%), industria manufacturera (1%) y el resto de los sectores (11%). Por su parte, el flujo de inversión directa colombiana en el exterior se estimó en USD 829 m, efectuado en su mayoría por empresas de los sectores minero y financiero.

Por su parte, entre enero y marzo de 2021 se estimaron desinversiones extranjeras de cartera por USD 896 m (1,2% del PIB trimestral). Esto fue resultado de las

ventas netas de títulos de renta fija (USD 697 m) y de renta variable (USD 269 m) en el mercado local por parte de no residentes, y de los pagos de capital efectuados por el sector privado de los títulos de deuda emitidos en los mercados internacionales (USD 212 m). Lo anterior se compensó parcialmente con ingresos netos recibidos por la colocación de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales por parte del gobierno nacional y de empresas del sector público (USD 281 m).

Las salidas de capital colombiano por este concepto totalizaron liquidaciones netas por USD 155 m y corresponden a las liquidaciones del sector público (USD 734 m) compensadas parcialmente por las inversiones de cartera constituidas en el sector privado (USD 579 m) (Cuadro S2.1).

Finalmente, por concepto de otros flujos de capital el país recibió entradas netas por USD 2.220 m; esto, en parte, explicado por amortizaciones netas por préstamos y otros créditos por USD 1.168 m, principalmente de largo plazo. De estos, el sector privado realizó amortizaciones netas por USD 1.494 m, de las cuales USD 858 m corresponden a préstamos de largo plazo y USD 719 m a deudas de corto plazo; por su parte, el sector público recibió desembolsos netos por USD 325 m, principalmente de créditos de largo plazo contratados con organismos internacionales. A su vez, la reducción en los otros activos financieros (USD 3.050) se explica principalmente por la disminución en el saldo de depósitos en el exterior del sector público por USD 2.818 m.

Sombreado 3

Las economías departamentales en 2020

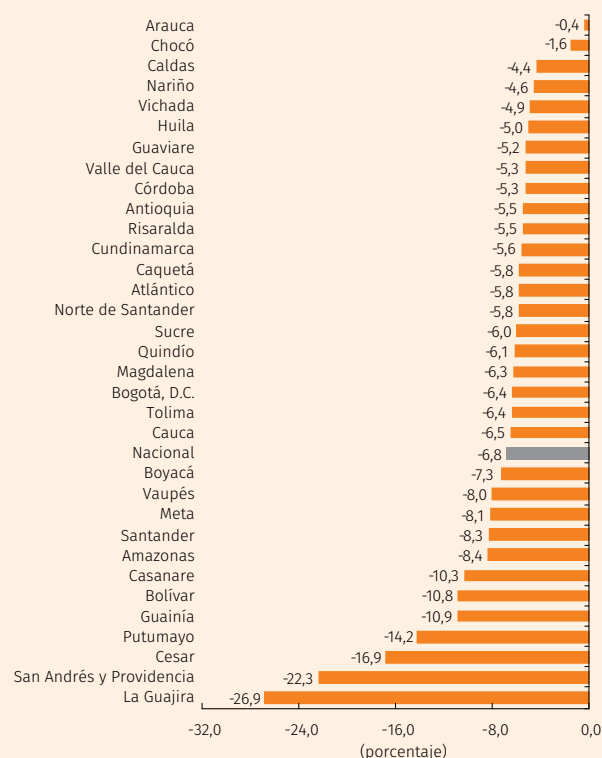
En Colombia, un país caracterizado por una estructura geográfica departamental cuyas economías enmarcan el acontecer nacional, resulta trascendental indagar sobre el comportamiento particular en los territorios, lo cual es posible gracias a las cifras del PIB departamental que con frecuencia anual produce el DANE.

Según las cifras más recientes del PIB departamental que corresponden a 2020, publicadas por el DANE¹, los 33 territorios del país evidenciaron el efecto de la pandemia del Covid-19 y de las medidas de aislamiento social implementadas para evitar su expansión, al registrar una caída anual generalizada de sus economías.

Los impactos más negativos se exhibieron en departamentos concentrados principalmente en dos regiones: Caribe (La Guajira, San Andrés y Providencia, Cesar y Bolívar) y Suroriente (Putumayo, Guainía, Casanare, Amazonas, Meta y Vaupés). Adicional a estos, Santander y Boyacá también mostraron una contracción superior al total nacional (6,8%) (Gráfico S3.1). En el caso de San Andrés y Providencia, que registró la segunda caída más alta (22,3%), sus principales actividades de comercio se vieron fuertemente afectadas por la cancelación de vuelos y de cruceros, no solo debido a los efectos de la pandemia sino también al paso devastador del huracán Iota a finales de año.

Aquellos departamentos que fundamentan una parte importante de su economía en el sector minero asociaron su comportamiento negativo a la caída de los precios internacionales del crudo y del carbón, así como a la reducción de la demanda debido a la parálisis transitoria de las economías en el mundo por cuenta de la pandemia del Covid-19. La disminución en la extracción de petróleo contribuyó al deterioro en Meta, Casanare y Santander, mientras que, en lo que respecta a carbón, los departamentos más afectados fueron Cesar y La Guajira, siendo dos de los tres territorios que presentaron el más alto descenso del PIB, con variaciones anuales de -26,9% y -16,9%, respectivamente (Mapa S3.1). En contraste, en la actividad de extracción de oro en un entorno de precios altos, economías como las de Antioquia, Caldas y Chocó fueron favorecidas, siendo este último el segundo departamento con el menor descenso anual en 2020.

Gráfico S3.1
Variación anual del PIB departamental, 2020



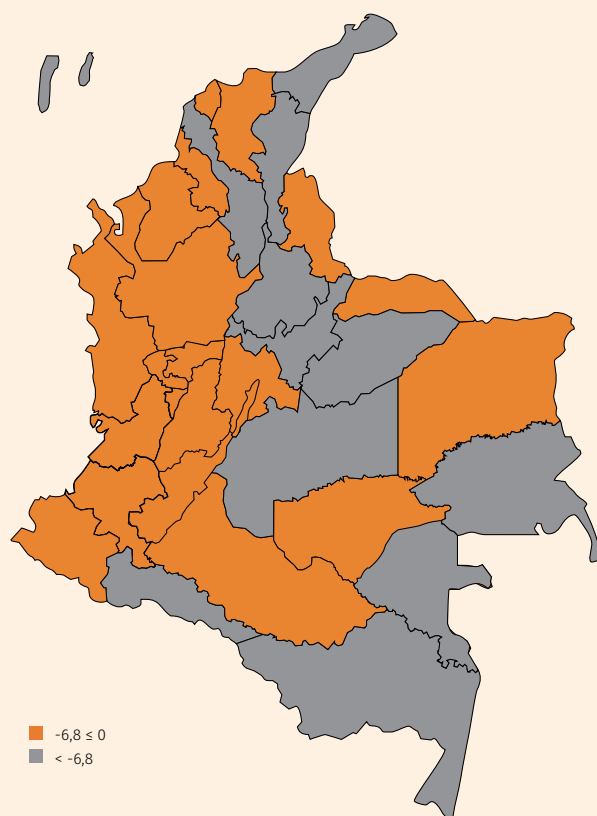
Nota: cifras preliminares.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por otro lado, las cifras revelaron que los siete territorios con mayor participación concentraron el 71,2% del PIB nacional, de los cuales Bogotá representó más de una cuarta parte del total (26%) y, dada su contracción, tuvo la mayor contribución al resultado negativo del país (1,6 pp). Le siguieron en participación Antioquia, Valle del Cauca, Santander, Cundinamarca, Atlántico y Bolívar, cuyas contribuciones estuvieron entre 0,8 pp y 0,3 pp.

Cabe mencionar que en estos territorios los sectores más golpeados por la pandemia en 2020 fueron construcción, comercio e industria. En la actividad constructora, la cual ya presentaba retrocesos desde 2019 en Bogotá y Valle del Cauca, sus descensos oscilaron entre el 28,7% y el 26,2%. En cuanto al comercio, las caídas estuvieron entre el 30,2% y el 10,5%, con el más alto porcentaje para Bolívar; y en la actividad

1 El DANE publicó el PIB departamental 2020 el 25 de junio de 2021, para 33 territorios de Colombia (cifras preliminares).

Mapa S3.1
Crecimiento anual del PIB real departamental, 2020



Nota: cifras preliminares.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

manufacturera el descenso se dio en el rango entre el 12,1% y el 3,7%, siendo Bogotá el de mayor deterioro y Valle del Cauca el de menor afectación. Si bien la industria decreció en términos generales, algunos subsectores presentaron mejor comportamiento, por ejemplo, alimentos y bebidas, y productos químicos relacionados con elementos de aseo y bioseguridad, que gozaron de operación continua durante el año, frente a otros subsectores que tuvieron mayores restricciones para su reapertura.

En contraste con lo anterior, en la mayoría de los departamentos del país, uno de los sectores que compensó en mayor medida la caída de sus economías fue la actividad agropecuaria, cuyo crecimiento se asocia al normal suministro de alimentos en medio de la emergencia sanitaria. Sobresalió el Valle del Cauca, Antioquia y Cundinamarca por la mayor participación en el sector, cuyo agregado correspondió al 35% de la actividad. Otros sectores que también amortiguaron la caída generalizada en los diferentes territorios del país fueron: actividades inmobiliarias, administración pública, educación y salud; y financieras y de seguros.

De esta forma, durante 2020 todos los departamentos experimentaron retrocesos en sus economías después de la súbita interrupción en la mayoría de las actividades, ante la declaración de la emergencia sanitaria derivada de la pandemia del Covid-19 y las medidas de aislamiento obligatorio implementadas para contener su propagación. En la medida en que se fue dando la apertura gradual de las actividades económicas, se observó una progresiva reactivación de las economías departamentales del país. No obstante, al final de año las nuevas medidas para contener la segunda ola de contagios moderaron el ritmo de recuperación en las principales ciudades capitales donde se concentra una mayor aglomeración de personas.

Sombreado 4

Participación del Banco de la República en el Banco de Pagos Internacionales

En cumplimiento de la Ley 1484 del 12 de diciembre de 2011, que autorizó la incorporación del Banco de la República como accionista del Banco de Pagos Internacionales (BPI)¹, este sombreado presenta el informe de actividades realizado ante esa entidad durante el último año. De acuerdo con la autorización conferida, el Banco suscribió 3.000 acciones del BPI por un valor de 65.712.000 derechos especiales de giro (DEG), equivalentes a USD 100.978.710, las cuales se mantienen registradas a su costo de adquisición en DEG en el rubro “aportes en organismos y entidades internacionales”.

Este año, según lo estipulado por la Junta de Gobernadores del BPI en 2021, se decidió pagar un dividendo complementario para compensar la ausencia de dividendo en el período 2019-2020. De esta manera, las utilidades correspondientes al período 2020-2021 se destinaron, también, al Fondo General de Reserva, al Fondo Libre de Reserva y al Fondo Especial de Reserva de Dividendos del BPI. La canalización de recursos a este último fondo tiene como objetivo ayudar a mitigar el impacto sobre los dividendos de unas utilidades más variables, facilitando un dividendo más estable para los accionistas en el futuro.

En los últimos meses, como es usual, las directivas del Banco de la República han participado en las reuniones periódicas que el organismo realiza, en las cuales se examinan los acontecimientos recientes y las perspectivas de la economía global y de los mercados financieros. Las discusiones más recientes de las reuniones de gobernadores de países miembros del BPI se han enfocado en diversos temas, tales como los efectos de la pandemia del Covid-19 sobre la economía mundial, las condiciones financieras globales actuales, la interacción entre la política monetaria y fiscal, los riesgos que los bancos centrales han enfrentado tras un año de pandemia, los marcos de estabilidad macrofinanciera, los efectos de una recuperación económica desigual y la manera en la que los bancos centrales

pueden hacer frente a los riesgos derivados del cambio climático.

Asimismo, en el marco de los grupos consultivos del BPI que realizan investigación y análisis en áreas como la estabilidad financiera y las operaciones bancarias, el organismo creó el Grupo Consultivo de Gestión de Riesgos (CGRM, por su sigla en inglés) en marzo de este año. Este grupo tiene como objetivo establecer un foro para compartir experiencias y conocimientos técnicos sobre la supervisión, evaluación y mitigación de diversas formas de riesgo entre los bancos centrales de la región miembros del BPI. El CGRM celebró su reunión inaugural a finales de mayo, en la que se definió que los temas que se trabajarán estarán relacionados con cuestiones de ciberseguridad, criterios ESG² y gobernanza de la gestión de riesgos, entre otros. El Banco de la República cuenta con participación en estos grupos consultivos.

Se destaca, también, la participación de las directivas del Banco en las conferencias y seminarios virtuales organizados en el marco de la 20.ª Conferencia Anual del BPI, que se realizó a finales de junio de este año. En esta ocasión, las discusiones se enfocaron en el mercado de bonos y los bancos centrales, la política fiscal y la deuda pública, las mujeres en los bancos centrales, la desigualdad y la política monetaria, y el papel de los bancos centrales en la era digital descentralizada. Al igual que el año pasado, los eventos fueron transmitidos en directo para el público en general en la página web del BPI³.

Adicionalmente, en el marco de la Asamblea General Anual del BPI, el organismo realizó la presentación de los capítulos del *Informe Económico Anual 2021*⁴. El reporte está dividido en tres capítulos que se enfocan en los desarrollos de la coyuntura económica como resultado de la crisis sanitaria, la huella distributiva de la política monetaria y los desarrollos recientes de

1 Esta institución internacional fue creada en 1930 y reúne actualmente a 62 bancos centrales. Su misión consiste en servir a la banca central en su búsqueda por la estabilidad monetaria y financiera, fomentando la cooperación internacional en esas áreas, así como servir como banco de los bancos centrales miembros. Su sede principal se encuentra en Basilea (Suiza), y cuenta con dos oficinas de representación: una en Hong Kong y otra en Ciudad de México.

2 Criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG, por su sigla en inglés).

3 Los eventos transmitidos por el BPI en el marco de la vigésima conferencia anual del organismo están disponibles en: <https://www.bis.org/events/conf210623/overview.htm>

4 El informe está disponible en el siguiente enlace: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2021e.htm>

las monedas digitales de los bancos centrales (CBDC). Algunos funcionarios del Banco asistieron a estas presentaciones de manera virtual.

Por otra parte, representantes del Banco tuvieron la oportunidad de asistir de manera virtual a la conferencia sobre política de estabilidad macrofinanciera organizada por el BPI y la Autoridad Monetaria de Singapur en el marco de la edición especial del Foro Asiático de Política Monetaria organizado este año. El evento, celebrado a finales de mayo, reunió a gobernadores de bancos centrales, altos funcionarios y académicos para debatir sobre políticas macroprudenciales⁵.

Por último, en junio de 2021 se inauguraron los nuevos Centros de Innovación del BPI con sedes en Londres y Estocolmo. Estos nuevos centros complementan los ya establecidos en Hong Kong, Singapur y Suiza. En los próximos meses el organismo abrirá otros centros en Toronto, Frankfurt y París. Asimismo, formará una asociación estratégica con el Sistema de la Reserva Federal. Con la apertura de estos centros se ampliará el alcance del BPI, con el fin de construir una red global para fortalecer la innovación en tecnología financiera. Asimismo, a principios de junio el BIS realizó una conferencia virtual sobre las prácticas que el sector financiero debería adoptar contra los riesgos relacionados con el cambio climático⁶. Esta conferencia fue organizada junto con el Banco de Francia, el Fondo Monetario Internacional y la Red para Enverdecer el Sistema Financiero.

5 La agenda y la grabación del evento están disponibles en el siguiente enlace: https://www.bis.org/events/ampf_2021.htm

6 Las grabaciones y materiales de la conferencia están disponibles en el siguiente enlace: https://www.bis.org/events/green_swan_2021/overview.htm

Recuadro 1

Cuentas nacionales trimestrales por sector institucional

A partir del 30 de junio de 2021 el Banco de la República, junto con el DANE, empezó a divulgar las cuentas nacionales trimestrales por sector institucional (CNTSI). Este trabajo es el resultado de un esfuerzo conjunto que busca generar estadísticas que cumplan con estándares de calidad internacionales, y representa un gran avance en la producción de estadísticas macroeconómicas en Colombia¹.

Este ejemplo de colaboración interinstitucional es en particular destacable, y recibió tanto el apoyo económico de la Secretaría de Asuntos Económicos del Ministerio de Asuntos Extranjeros (SECO) del gobierno suizo, como el respaldo técnico del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Se trata de un trabajo continuo y de largo plazo que se inició hace cerca de cinco años como parte de los compromisos asumidos por Colombia para acceder a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

1. ¿En qué consisten las CNSI?

Para producir las CNSI los países utilizan el marco estadístico que proporciona el Sistema de Cuentas Nacionales (SCN, 2008)². Como se puede observar en el Diagrama R1.1, las CNSI presentan la medición de la actividad económica de un país en dos grandes bloques. El de color naranja presenta los ingresos y los gastos (de consumo final y de formación de capital [FC] o inversión) de la economía total o de cada uno de los sectores en que se divide la economía³. El bloque de color amarillo presenta las adquisiciones y disposiciones de activos y pasivos financieros. Comúnmente el bloque naranja se

conoce como el *préstamo neto real* o “por encima de la línea” y su elaboración está a cargo del DANE. El bloque amarillo corresponde al cálculo del *préstamo neto financiero* o “por debajo de la línea” que genera el Banco de la República.

El Diagrama R1.1 muestra horizontalmente los desbalances de ahorro e inversión por sector institucional. Al compilar verticalmente todos los sectores institucionales, se concluye que el desbalance de ahorro e inversión (S – I) del total de la economía corresponde al balance en la cuenta corriente y en la cuenta financiera de la balanza de pagos.

Cuantitativamente estas dos mediciones deben mostrar resultados similares. Sin embargo, existen diferencias metodológicas y de cobertura que arrojan discrepancias agregadas y sectoriales en el proceso de cálculo, las cuales deben ser conciliadas entre las dos instituciones, con el fin de explicar y minimizar dichas discrepancias.

2. ¿Por qué la divulgación de las CNSI trimestrales representa un gran avance en la producción de estadísticas macroeconómicas en Colombia?

Hasta ahora, el Banco de la República y el DANE solo elaboraban y divulgaban estadísticas anuales de las CNSI con rezagos muy significativos de diez y trece meses, respectivamente. Adicionalmente, las cifras se divulgaban por separado y solo se hacía una conciliación para el sector Gobierno General.

Desde el 30 de junio de 2021 las CNSI están disponibles con frecuencia trimestral y un rezago de noventa días, para brindar mayor oportunidad a los usuarios y a medida que se disponga de más información; y, bajo una política de revisión trimestral, la estadística brindará una mayor precisión.

La divulgación de las CNSI se realiza de manera conjunta, integral y coordinada entre las dos entidades. Este proceso significa que los equipos de ambas instituciones concilian técnicamente los resultados del préstamo neto, con el fin de disminuir la discrepancia estadística, y explicar las razones para las diferencias que persisten.

El trabajo articulado por parte de las dos entidades garantiza la coherencia y consistencia macroeconómica de los resultados, los cuales, a su vez, constituyen una herramienta muy importante para el análisis y seguimiento de la economía colombiana.

3. Resultados de las cuentas integradas con préstamo neto financiero y no financiero en 2020

En 2020 el préstamo neto no financiero, calculado por el DANE, señala un desbalance del -4,6 % del PIB, con una reducción de 0,9 puntos porcentuales (pp) respecto a 2019. Por sectores económicos el desbalance se explica principalmente por el préstamo neto de -8,7% del PIB que mostró el Gobierno General, el cual fue parcialmente compensado por los superávits de los hogares y las corporaciones financieras, del 4,5% y 0,7% del PIB, respectivamente (cuadros R1.1 y R1.2).

En el caso del Gobierno General, el déficit alcanzó los COP 87,5 billones (b) (8,7% del PIB), con un incremento de COP 44,2 b (4,6 pp del PIB) frente a 2019. Este aumento se explica, en primer término, por la reducción en su ingreso disponible de

1 Más información del proyecto y los documentos metodológicos se encuentra disponible en los siguientes enlaces:

<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/flujo-cuentas-financieras-scn-2008>

<https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales/cuentas-nacionales-trimestrales-por-sector-institucional-cntsi>

2 Al cual convergen y homologan los demás manuales de estadísticas del FMI, tales como: 1) el de cuentas nacionales trimestrales (2017); 2) estadísticas monetarias y financieras; 3) estadísticas de deuda externa; 4) balanza de pagos y posición financiera internacional; 5) estadísticas de finanzas públicas, y 6) estadísticas de la deuda del sector público.

3 La economía se divide en seis sectores, a saber: 1) gobierno general, 2) corporaciones financieras, 3) corporaciones no financieras, 4) hogares, 5) instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares y 6) el resto del mundo.

Diagrama R1.1
Cuentas nacionales por sector institucional

Ahorro menos Inversión (S - I)	=	Préstamo neto real DANE					=	Préstamo neto financiero BR											
	=	Ahorro			-	Formación de capital	=	Cuenta de capitales de la balanza de pagos											
	=	Ingreso disponible		-	Consumo final	-	Formación de capital	=											
	=	Producto interno bruto	Salarios	+	Otros ingresos netos ^{a/}	-	Consumo final	-	Formación de capital	=	Cambio bruto de los activos y pasivos internos	+	Cambio bruto de los activos y pasivos externos						
"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"							
(S - I) _{Emp}	=	PIBE _{Emp}	-	WE _{Emp}	+	OINE _{Emp}	-	FKE _{Emp}	=	+	ΔAIB	-	ΔPIB	+	ΔAEB	-	ΔPEB		
(S - I) _{SF}	=	PIB _{SF}	-	W _{SF}	+	OIN _{SF}	-	FK _{SF}	=	+	ΔAIB	-	ΔPIB	+	ΔAEB	-	ΔPEB		
(S - I) _{Gob}	=	PIB _{Gob}	-	W _{Gob}	+	OIN _{Gob}	-	CF _{Gob}	-	FK _{Gob}	=	+	ΔAIB	-	ΔPIB	+	ΔAEB	-	ΔPEB
(S - I) _{Hog}	=	PIB _{Hog}	+	W _{Hog}	+	OIN _{Hog}	-	CF _{Hog}	-	FK _{Hog}	=	+	ΔAIB	-	ΔPIB	+	ΔAEB	-	ΔPEB
(S - I) _{ISFL}	=	PIBIO _{ISFL}	-	WI _{ISFL}	+	OIN _{ISFL}	-	FK _{ISFL}	=	+	ΔAIB	-	ΔPIB	+	ΔAEB	-	ΔPEB		
(S - I) _{Tot}	=	PIB _{Tot}	+	0	+	TEN _{Tot} ^{b/}	-	CF _{Tot}	-	FK _{Tot}	=	+	ΣΔAIB	-	ΣΔPIB	+	ΣΔAEB	-	ΣΔPEB
(S - I) _{Tot}	=	PIB _{Tot}	+	0	+	TEN _{Tot} ^{b/}	-	CF _{Tot}	-	FK _{Tot}	=	0	+	ΣΔAEB	-	ΣΔPEB			

a/ Incluye: a) Ingresos netos internos y externos de los factores de producción: intereses, dividendos, rentas; b) Contribuciones y beneficios netos de la seguridad social; c) impuestos sobre la renta y riqueza; d) transferencias netas: transferencias del gobierno general y remesas.

b/ Transferencias externas netas: incluye pago neto a los factores externos y remesas

Convenciones: Tot = total economía; Emp = empresas; SF = sistema financiero; Gob = Gobierno General; Hog = hogares; ISFL = instituciones sin ánimo de lucro.

Fuente:

Cuadro R1.1
Cuentas nacionales de Colombia: resultados por sector institucional 2020
(miles de millones de pesos)

		Corporaciones no financieras (S11)	Corporaciones financieras (S12)	Gobierno General (S13)	Hogares (S14)	ISFL	Economía total (S1)	Resto del mundo (S2)
B6b	Ingreso disponible bruto	108.653	12.922	115.737	781.885	4.261	1.023.458	0
P.3	Consumo final	0	0	177.691	696.938	3.933	878.562	0
B8b	Ahorro bruto	108.653	12.922	(61.954)	84.947	328	144.896	0
P5	Formación bruta de capital y adquisición neta de activos no producidos	119.402	(17)	27.666	43.305	307	190.663	0
B.9	Préstamo neto no financiero	(10.883)	7.107	(87.506)	45.494	21	(45.767)	45.767
	Discrepancia estadística	10.502	3.579	2	140	1.694	15.916	(15.916)
B.9	Préstamo neto financiero	(381)	10.686	(87.504)	45.634	1.715	(29.851)	29.851
	Incremento total de activos financieros	37.850	130.429	57.210	71.732	853	298.074	88.924
	Incremento total de pasivos	38.231	119.743	144.714	26.099	(862)	327.925	59.073
F1	Oro monetario y derechos especiales de giro: flujo neto	0	(2.626)	0	0	0	(2.626)	2.626
F2	Efectivo y depósitos: flujo neto	24.975	(66.211)	18.359	40.369	1.414	18.906	(18.906)
F3	Títulos de deuda: flujo neto	(8.149)	36.125	(72.932)	8.594	334	(36.027)	36.027
F4	Préstamos: flujo neto	(11.349)	41.306	(41.270)	(22.001)	778	(32.535)	32.535
F5	Acciones, fideicomisos y fiducias: flujo neto	14.122	178	5.426	2.878	(19)	22.587	(22.587)
F6	Seguros y fondos de pensiones privados: flujo neto	1.708	(11.186)	1.288	8.754	0	564	(564)
F8	Cuentas por cobrar o pagar: flujo neto	(21.688)	13.099	1.624	7.039	(793)	(719)	719

Fuente: Banco de la República y DANE.

Cuadro R1.2

Cuentas nacionales de Colombia: resultados por sector institucional 2020
(cambio respecto a 2019 en miles de millones de pesos)

	Corporaciones no financieras (S11)	Corporaciones financieras (S12)	Gobierno General (S13)	Hogares (S14)	ISFL	Economía total (S1)	Resto del mundo (S2)
B6b Ingreso disponible bruto	6.276	(4.638)	(41.068)	(1.805)	(256)	(41.491)	0
P.3 Consumo final	0	0	10.484	(26.314)	(209)	(16.039)	0
B8b Ahorro bruto	6.276	(4.638)	(51.552)	24.509	(47)	(25.452)	0
P5 Formación bruta de capital y adquisición neta de activos no producidos	(15.965)	2.860	(12.165)	(12.259)	(48)	(37.577)	0
B.9 Préstamo neto no financiero	22.379	(244)	(44.203)	34.192	1	12.125	(12.125)
Discrepancia estadística	(3.293)	3.223	22	(40)	1.486	1.397	(1.397)
B.9 Préstamo neto financiero	19.086	2.979	(44.181)	34.152	1.487	13.522	(13.522)
Incremento total de activos financieros	15.707	21.266	49.968	12.974	(1.018)	98.897	32.363
Incremento total de pasivos	(3.379)	18.287	94.149	(21.178)	(2.504)	85.375	45.885
F1 Oro monetaria y derechos especiales de giro: flujo neto	0	(2.542)	0	0	0	(2.542)	2.542
F2 Efectivo y depósitos: flujo neto	19.725	(28.324)	23.129	17.684	847	33.062	(33.062)
F3 Títulos de deuda: flujo neto	(3.949)	7.278	(36.510)	5.324	113	(27.744)	27.744
F4 Préstamos: flujo neto	(4.547)	3.132	(43.903)	17.540	860	(26.919)	26.919
F5 Acciones, fideicomisos y fiducias: flujo neto	18.947	5.282	10.758	1.701	(114)	36.574	(36.574)
F6 Seguros y fondos de pensiones privados: flujo neto	3.626	(534)	(565)	(1.872)	0	656	(656)
F8 Cuentas por cobrar o pagar: flujo neto	(14.716)	18.687	2.909	(6.226)	(219)	435	(435)

Fuente: Banco de la República y DANE.

COP 41,1 b (asociado con la reducción en ingresos por impuestos y el aumento en las transferencias) y un mayor gasto en consumo final por COP 10,5 b, lo cual implicó una caída en el ahorro de COP 51,6 b. Esto fue compensado parcialmente por el menor gasto en formación de capital de COP 12,2 b (cuadros R1.1 y R1.2)

En lo que respecta a los hogares, el superávit en su préstamo neto (4,5% del PIB) representó un aumento de COP 34,2 b (3,5 pp del PIB) frente a 2019. Lo anterior es resultado del incremento del ahorro de los hogares, el cual creció COP 24,5 b, explicado principalmente por la caída en el consumo y por la reducción en la formación de capital (vivienda, en especial), que cayó en COP 12,3 b (cuadros R1.1 y R1.2).

Por otra parte, el préstamo neto financiero calculado por el Banco muestra que la economía presentó un déficit del 3% del PIB en 2020, explicado principalmente por el déficit del Gobierno General del 8,7% del PIB, compensado parcialmente por el superávit de los hogares (4,6% del PIB) y de las corporaciones financieras (1,1% del PIB)⁴.

El mayor déficit del Gobierno General en 2020 fue cubierto principalmente con emisión de títulos de deuda por COP 72,9 b y endeudamiento con préstamos por COP 41,3 b, compensa-

do parcialmente por acumulación neta de depósitos por COP 18,4 b. Por su parte, los hogares colombianos adquirieron activos financieros por COP 71,7 b e incrementaron sus pasivos en solo 26,1 b (cuadros R1.1 y R1.2).

4. Evolución del préstamo neto financiero anual de los sectores institucionales, 2016-2020⁵

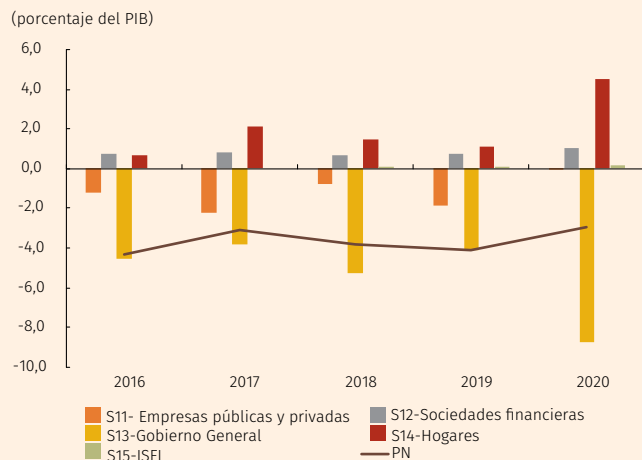
Entre 2016 y 2020 la economía colombiana ha sido deficitaria, con un préstamo neto financiero, calculado por el Banco, que ha fluctuado entre el 3,0% y 4,3% del PIB. El sector más deficitario ha sido el Gobierno General, seguido por el sector corporativo no financiero. Por otra parte, los sectores superavitarios han sido, en su orden, los hogares y las corporaciones financieras (Gráfico R.1.1).

Entre 2016 y 2019 el déficit en la cuenta corriente de la economía colombiana fue financiado con entradas de capital, principalmente con títulos de deuda, préstamos y participaciones de capital. En 2020 se registraron entradas de capital mediante títulos de deuda y préstamos, y se presentaron salidas de capital debidas a constitución de depósitos y aumento neto de las participaciones de capital en el exterior (Gráfico R1.2)

4 La discrepancia entre el préstamo neto calculado por el Banco y el DANE se origina en diferencias en las fuentes y cobertura de la información, diferencias en tratamientos metodológicos y la existencia de errores y omisiones en la balanza de pagos. Véanse los documentos metodológicos referenciados en la nota 1.

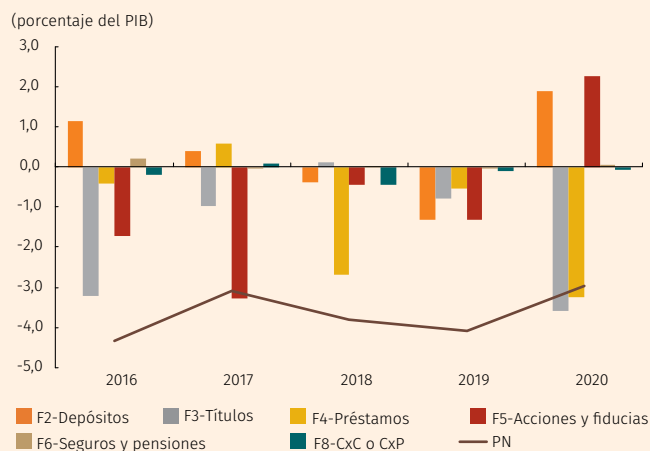
5 Los resultados, bajo la metodología SCN, 2008, están disponibles entre el primer trimestre de 2016 hasta el primero de 2021 (<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/flujos-cuentas-financieras-scn-2008>).

Gráfico R1.1
Préstamo neto financiero anual de Colombia por sector institucional, 2016-2020



Fuente: Banco República; cálculos de los autores.

Gráfico R1.2
Financiamiento de la cuenta corriente por instrumento financiero, 2016-2020



Fuente: Banco República; cálculos de los autores.

5. Conclusión

Los resultados de este proyecto de cuentas nacionales trimestrales por sector institucional permiten a las autoridades del país, y al público en general, tener un conocimiento oportuno y mucho más profundo de la economía, muestran el comportamiento a lo largo del tiempo de los principales agentes económicos, la interrelación entre el sector real y el financiero, y contribuyen a la comprensión de vulnerabilidades que pueden residir en sectores particulares. De igual forma, las cuentas y balances sectoriales facilitan la comparabilidad internacional de las estadísticas.

Recuadro 2

Crédito directo del banco central al gobierno

En Colombia, al igual que en muchos países, la pandemia del Covid-19 produjo un fuerte deterioro de las finanzas públicas. Entre 2019 y 2020 el déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) aumentó del 2,5% al 7,8% del PIB y la deuda bruta como proporción del producto se incrementó en 14,5 puntos porcentuales (pp), hasta un nivel del 64,8% del PIB. Las proyecciones de mediano plazo indican que en 2021 el déficit del GNC continuaría aumentando hasta un 8,6% del PIB antes de empezar a disminuir a partir de 2022. La deuda bruta llegaría al 69,1% del PIB en 2023, desde donde empezaría a descender lentamente. Tanto el tamaño del déficit como el de la deuda son los registros más altos hasta la fecha.

En el contexto de esta difícil situación fiscal algunos sectores han propuesto que el Banco de la República ofrezca un crédito directo al Gobierno por medio de emisión monetaria. A primera vista parece una opción fácil y de bajo costo, por eso es importante analizar esta propuesta a fin de comprender los riesgos que entraña. Para ello conviene hacer tres tipos de consideraciones, complementarias entre sí: 1) interpretación del mandato constitucional; 2) experiencia internacional; 3) análisis pragmático de su conveniencia.

Respecto a la interpretación del mandato constitucional, la posibilidad de que el Banco de la República otorgue un crédito directo al Gobierno fue ampliamente discutida por los constituyentes de 1991. La decisión final fue dejarla abierta, pero sujeta a una condición: el voto unánime favorable de los miembros de la Junta Directiva. Esa condición fue la manera de expresar que el mecanismo puede utilizarse solo en condiciones absolutamente extraordinarias en las cuales no exista una mejor opción. Esa no es claramente la situación actual, en la que el Gobierno ha podido obtener los recursos de financiamiento necesarios. Tanto es así, que el año pasado el GNC optó por prefinanciar parte de las necesidades de 2021 aprovechando la ventana de mercado que permitía condiciones financieras adecuadas. En lo corrido de 2021 se han hecho múltiples colocaciones de bonos en los mercados internacionales de capitales a bajas tasas de interés que han servido para financiar el amplio déficit fiscal y para reemplazar bonos con vencimientos en el futuro cercano. Por su parte, en el mercado de deuda pública interno se ha mantenido un flujo adecuado de colocaciones de TES, tanto en pesos como en UVR, con las cuales se financia una porción importante del déficit público.

En cuanto a la experiencia internacional, ningún país avanzado utiliza el crédito directo del banco central como mecanismo de financiación al gobierno. Cuando alguno utilizó la expansión cuantitativa en el pasado, las autoridades mone-

tarias efectuaron compras de bonos públicos en el mercado secundario y fueron muy cuidadosas en comunicar que la intención de esta política no era la de financiar al gobierno, sino la de combatir la caída de la inflación y dar apoyo a la actividad económica. Por esta razón, el público entendió con claridad que el origen de la iniciativa no era de tipo fiscal, lo que permitió a los bancos centrales preservar su credibilidad y mantener la disciplina monetaria.

Entre las economías emergentes, el crédito directo del banco central al gobierno es considerado una mala práctica por cuanto implica supeditar la política monetaria a objetivos fiscales, los cuales deben regirse por una lógica distinta. En América Latina las principales economías con bancos centrales autónomos (México, Brasil, Chile, Perú y Uruguay, por ejemplo) han abandonado esa práctica. Unos pocos países la siguen usando, pero están deshaciéndose de esos créditos directos para lograr mayor credibilidad internacional, y en este tránsito han tenido que recurrir a programas de ajuste con el Fondo Monetario Internacional (p. e.: Argentina y Costa Rica). Otros más, como Venezuela, han utilizado el crédito primario como fuente de financiamiento público, con el costo de enfrentar la pérdida total de control monetario, lo que ha derivado en procesos de hiperinflación que destruyeron la efectividad de su sistema monetario.

Muchos países avanzados y muchas economías emergentes con bancos centrales autónomos financian indirectamente al gobierno mediante la compra de títulos de deuda pública en el mercado abierto, mecanismo que se ejerce bajo criterios propios de la política monetaria; esto es, para mantener la inflación alrededor de la meta, apoyar el crecimiento económico sostenible y contribuir a la preservación de la estabilidad financiera. Este último es el camino que ha transitado Colombia. En el año 2020, por ejemplo, una parte de la expansión de la base monetaria se realizó mediante la compra de TES en el mercado secundario, lo cual se unió a otras fuentes de emisión monetaria (tal como la entrega de utilidades al Gobierno), las cuales contribuyeron de manera importante a la financiación del desbalance fiscal sin ir en detrimento de la credibilidad de la política monetaria y del marco general de la política económica colombiana.

Finalmente, en un análisis pragmático y de conveniencia, debe resaltarse que el Gobierno Nacional ha construido reputación y credibilidad sobre el manejo de su deuda luego de muchos años de cumplimiento y prudencia fiscal. Muchos inversionistas institucionales del resto del mundo, incluyendo fondos de pensiones, bancos de inversión y fondos mutuos, adquieren bonos emitidos por el gobierno colombiano y contribuyen, por esa vía, a cubrir las necesidades de financiamiento que no alcanzan a ser sufragadas por ingresos corrientes provenientes de la tributación. En el mercado local de deuda pública la confianza y credibilidad en la sostenibilidad de la deuda ha sido igualmente importante. Cientos de miles de colombianos tienen inversiones en TES, ya sea de manera directa o con intermediarios financieros o de sus fondos de pensiones. En el mercado local de capitales el TES es considerado un activo seguro y tiene por ello la tasa de interés más baja del mercado. Adicionalmente, hoy en día el 25% del saldo de TES se encuentra en manos de extranjeros, quienes tienden a sobre-demandar sus emisiones.

Por tal razón, en las actuales circunstancias que el Gobierno recurra a un crédito directo con el Banco de la República tendría un alto costo en materia de credibilidad conjunta, tanto

para el banco central, como para el Gobierno, lo que podría encarecer sustancialmente el endeudamiento público o limitar el acceso del Gobierno a ese financiamiento. La crisis del Covid-19 y el tránsito hacia una sociedad más equitativa tienen costos que requieren ser cubiertos utilizando todas las herramientas de política fiscal disponibles, las cuales incluyen esfuerzos por aumentar los ingresos, la austeridad y la eficiencia en el gasto, y un endeudamiento público responsable. Si aquellos derroteros se dejan de lado y, por el contrario, se busca cubrir esos gastos con emisión, podría generarse una grave dependencia de la política monetaria en la política fiscal, lo que eventualmente conduce a procesos inflacionarios o a crisis macroeconómicas cuyos costos típicamente son pagados por los más pobres.

Anexo

Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales

De acuerdo con las recomendaciones de buenas prácticas, la administración de las reservas internacionales debe realizarse con base en criterios de liquidez, gestión de riesgos y rentabilidad. En ese sentido, se debe procurar: 1) contar con suficiente liquidez en moneda extranjera; 2) tener políticas estrictas para la gestión de los diferentes riesgos que enfrentan las operaciones, y 3) generar retornos razonables ajustados por riesgo, sujetos a la liquidez y a otras restricciones de riesgo¹. A continuación, se explica cómo se aplican estas reglas en la gestión de las reservas internacionales de Colombia.

1. Políticas de gestión de riesgo

El Banco de la República cuenta con un marco de administración de riesgo que identifica y valora los riesgos a los que están expuestas las operaciones, con el fin de mantenerlos en niveles bajos. Algunas de las principales políticas para la administración del riesgo son las siguientes:

Riesgo de liquidez: se invierte en activos financieros que cuentan con demanda permanente en el mercado secundario y se divide el portafolio en tramos. Esto, con el fin de tener la capacidad de convertir los activos de reserva en efectivo de una manera rápida y a bajo costo, y para que algunos de los tramos definidos se puedan liquidar más rápidamente.

Riesgo de mercado: se invierte en un limitado grupo de activos elegibles y con límites estrictos de inversión para la duración, la duración de margen, la composición cambiaria y la composición por sectores del portafolio. Con esto se busca que el valor del portafolio tenga una sensibilidad moderada a movimientos de las tasas de interés en el mercado.

Riesgo crediticio: solamente se invierte en activos que cuentan con altas calificaciones crediticias, dado que estas inversiones tienen una baja probabilidad de incumplimiento en sus pagos. La calificación crediticia mínima para gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos es A-. Con respecto a los emisores privados la calificación mínima es A+ para exposiciones a emisores individuales y BBB- (grado de inversión) cuando se invierte a través de fondos. Históricamente, el por-

centaje de los emisores con estas calificaciones que ha experimentado incumplimientos de sus pagos en el año siguiente es cercano a 0%. Si la calificación de un emisor en el que se invierte directamente en el portafolio disminuye por debajo de la mínima permitida, se liquida la exposición en un plazo corto. Adicionalmente, se limitan las exposiciones máximas por sector y por emisor con el fin de limitar el impacto de eventos crediticios sobre el valor del portafolio.

Riesgo cambiario: el impacto del riesgo cambiario se mitiga con la cuenta patrimonial “ajuste de cambio” de que trata el numeral 4 del artículo 62 del Decreto 2520 de 1993 (Estatutos del Banco de la República). Esta cuenta aumenta en los años cuando las monedas de reserva se fortalecen frente al peso colombiano, y disminuye en los años en que se debilitan. Por tanto, las variaciones de las monedas no tienen impacto sobre el estado de resultado integral. El Banco de la República, así como la mayoría de los bancos centrales del mundo, tienen monedas diferentes al dólar estadounidense en su composición cambiaria con el fin de cubrir los pagos del país en el exterior, ya que estos se hacen en muchas monedas. Es importante tener en cuenta que las cotizaciones de las monedas son altamente volátiles y con frecuencia no tienen tendencias definidas en el largo plazo. Esto hace que sea muy difícil pronosticar confiablemente su comportamiento.

Riesgo de contraparte: para mitigar el riesgo de contraparte las operaciones se liquidan mediante mecanismos pago contra entrega, se requiere que las contrapartes para la negociación de renta fija sean creadoras de mercado y que las contrapartes para la negociación de divisas cuenten con altas calificaciones crediticias. Los mecanismos pago contra entrega buscan que el intercambio de papeles por efectivo o el intercambio de pagos en una operación de divisas se hagan simultáneamente con el fin de eliminar la posibilidad de que una de las partes del negocio incumpla. Las contrapartes de divisas deben tener una calificación crediticia mínima de A- si cuentan con un contrato marco ISDA². Si no se cuenta con dicho contrato, la calificación mínima es A+.

1 Un ejemplo de buenas prácticas en este sentido se puede encontrar en el documento “Directrices para la administración de las reservas internacionales”, producido por el Fondo Monetario Internacional, el cual puede ser consultado en el vínculo <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2013/pr13138.htm>

2 El contrato marco establecido por la organización International Swaps and Derivatives Association (ISDA) tiene como objetivo establecer los términos y condiciones que rigen para los derivados sobre el mostrador negociados entre entidades.

2. Tramos del portafolio de inversión

El portafolio de inversión está conformado por tres tramos: el de corto plazo, el de mediano plazo y el tramo de oro.

El tramo de corto plazo tiene como propósito cubrir las necesidades potenciales de liquidez de las reservas en doce meses. En la actualidad este tramo está conformado por el capital de trabajo y un portafolio pasivo. El capital de trabajo es el portafolio al cual ingresan los recursos que provienen de la intervención en el mercado cambiario y sus inversiones se concentran en activos de muy corto plazo denominados en dólares. Dado que el objetivo de este tramo es dar liquidez inmediata para propósitos de intervención en el mercado cambiario, el capital de trabajo está concentrado en depósitos e inversiones que se pueden liquidar en un día con un costo muy bajo. A junio de 2021 el valor del tramo de corto plazo era USD 31.353,1 m, de los cuales USD 1.087,2 m corresponden al capital de trabajo y USD 30.265,9 m al portafolio pasivo.

El portafolio pasivo es el principal componente del tramo de corto plazo. Este portafolio se caracteriza por tener un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del capital de trabajo, una composición cambiaria que busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país y una rentabilidad similar a la de su índice de referencia³. El portafolio pasivo está invertido en múltiples monedas y en instrumentos que son acordes a los de un índice de referencia que se define con las restricciones de que el rendimiento esperado del portafolio, excluyendo el componente cambiario, sea positivo en doce meses con un nivel de confianza del 95% y que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1%.

El tramo de mediano plazo busca aumentar la rentabilidad esperada de las reservas internacionales en el largo plazo, preservando un portafolio conservador, con un perfil de rentabilidad esperado superior al del tramo de corto plazo y al de su índice de referencia. Su objetivo es maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares estadounidenses, la moneda en la cual se valoran las reservas internacionales, para la porción del portafolio que se considera menos probable de utilizar en un plazo de doce meses. De esta forma, se busca el máximo retorno sujeto a las restricciones de que el rendimiento esperado en dólares estadounidenses de este tramo sea positivo con una probabilidad del 95% y que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1% en un horizonte de tres años. Actualmente el tramo de mediano plazo está conformado, en su mayoría, por portafolios de manejo activo que buscan generar una rentabilidad más alta que el índice de referencia⁴. A junio de 2021 el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 25.006,8 m

El último tramo corresponde a las inversiones de las reservas internacionales en oro físico certificado que se puede negociar fácilmente en mercados internacionales. El oro permite diversificar el portafolio de inversión, ya que su precio se comporta de forma diferente al de los títulos en los cuales se invierten los tramos de corto y mediano plazos. A junio de

2021 el valor de mercado del oro en las reservas ascendía a USD 266,2 m.

Los títulos valores del portafolio de inversión se encuentran depositados en entidades financieras conocidas como custodios⁵. Las entidades que prestan el servicio de custodia para los títulos de las reservas internacionales son la Reserva Federal de Nueva York, Euroclear, JP Morgan Chase y State Street. Las inversiones en oro físico son custodiadas por el Banco de Inglaterra.

3. Índices de referencia

Para administrar el portafolio de inversión de las reservas, el Banco de la República define portafolios teóricos o índices de referencia⁶ para los tramos de corto y mediano plazos. Se construyen índices diferentes para cada uno de estos tramos, con el fin de reflejar sus objetivos de inversión. Los índices sirven como marco de referencia para medir la gestión de cada uno de los portafolios. A continuación, se explica la forma en que se construyen los dos índices de referencia.

Para construir el índice del tramo de corto plazo⁷ se determina, en primer lugar, una composición cambiaria objetivo. Una vez definida la composición cambiaria, se busca el portafolio que maximiza la rentabilidad ajustada por riesgo⁸ y que cumple con las restricciones de pérdida definidas para este tramo. La composición cambiaria de ese índice busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país⁹. Se busca que las monedas diferentes al dólar se aprecien en períodos en los que aumenta el valor en dólares de los pagos externos del país, lo cual implica que el valor de estas monedas puede reducirse frente al dólar en períodos en que el valor en dólares de los pagos externos disminuye. A junio de 2021 la composición cambiaria del índice del tramo de corto plazo era 82% dólares de los Estados Unidos, 8% dólares australianos, 5% dólares canadienses, 1% dólares neozelandeses, 2% coronas noruegas y 2% won coreano. Las restricciones de pérdida definidas para el tramo de corto plazo son: 1) tener retornos positivos en un horizonte de doce meses con un 95% de confianza, excluyendo el efecto cambia-

3 En la próxima sección se explica el concepto y la composición del índice de referencia.

4 En la sección "Programa de Administración Externa" se explica que uno de los siete portafolios activos es administrado directamente por el Banco de la República y el resto por administradores externos. Allí también se puede encontrar la explicación del funcionamiento de este programa.

5 En la actualidad la calificación crediticia mínima permitida para los custodios es A-.

6 En los mercados de capitales un índice de referencia se refiere a una canasta de activos con ponderaciones predeterminadas de acuerdo con ciertas reglas que definen su composición. En general, un índice intenta replicar de una manera amplia el comportamiento de un mercado de activos financieros y sirve como indicador del desempeño de otros portafolios de inversión en ese mismo mercado. Por ejemplo, algunos de los índices de referencia más conocidos en los mercados accionarios son el COLCAP en Colombia, o el S&P500 y el Dow Jones en los Estados Unidos (el Banco utiliza índices de mercados de renta fija únicamente).

7 Este índice de referencia no aplica para el capital de trabajo ya que no existen portafolios de referencia que permitan medir adecuadamente los instrumentos permitidos en este portafolio.

8 La descripción detallada de la metodología para la construcción del índice de referencia se encuentra en los recuadros "Explicación Técnica de la Metodología de Construcción del Índice de Referencia" y "Restricciones de riesgo de mercado en el proceso de optimización" en los Informes de Administración de las Reservas Internacionales de 2013 y 2019.

9 Ver Recuadro "Nueva Composición Cambiaria del Portafolio de Reservas Internacionales" en el Informe al Congreso de marzo de 2012 para una explicación detallada de la metodología de composición cambiaria de las reservas.

rio, y 2) que el valor esperado de una posible pérdida en un horizonte de doce meses no supere el 1% del valor del tramo.

Para la construcción del índice del tramo de mediano plazo se sigue un procedimiento similar con dos diferencias fundamentales: no se impone una restricción de composición cambiaria y las restricciones de pérdida se definen sobre un horizonte más largo. En primer lugar, no se impone una restricción de composición cambiaria, dado que el objetivo de este tramo es maximizar el retorno ajustado por riesgo en dólares estadounidenses. En segundo lugar, las restricciones de tener retornos positivos con un 95% de confianza y de que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1% del valor del tramo se definen sobre un horizonte de tres años, con el fin de reflejar la menor probabilidad de usar los recursos de este tramo en el corto plazo. Al construir el portafolio que maximiza la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares, se permiten inversiones en monedas diferentes al dólar.

A junio de 2021 los índices de referencia definidos para ambos tramos tienen un nivel de riesgo de mercado bajo, con una duración efectiva del índice del tramo de corto plazo de 0,76 y del tramo de mediano plazo de 1,52¹⁰. El Gráfico A1.1 muestra los índices de referencia aprobados para los tramos de corto y mediano plazos¹¹.

4. Programa de administración externa

El Banco de la República gestiona directamente el tramo de corto plazo, una porción del tramo de mediano plazo y el tramo del oro. El resto de los recursos del tramo de mediano plazo es gestionado por administradores externos de portafolios. Al finalizar junio de 2021 la porción del portafolio de inversión administrada internamente corresponde a USD 40.302,3 m (71,1% del portafolio de inversión), mientras que el programa de administración externa ascendía a USD 16.323,9 m (28,9% del portafolio de inversión).

Los principales propósitos de utilizar administradores externos son generar retornos superiores a los del índice de referencia y mejorar la diversificación del portafolio. En ese sentido, las firmas escogidas para participar en el programa tienen una alta capacidad de análisis de los mercados financieros y una infraestructura sofisticada que pueden ser aprovechadas en la definición de estrategias de inversión y en la capacitación de los funcionarios del Banco en la gestión de inversiones internacionales, siendo este último otro objetivo del programa de administración externa.

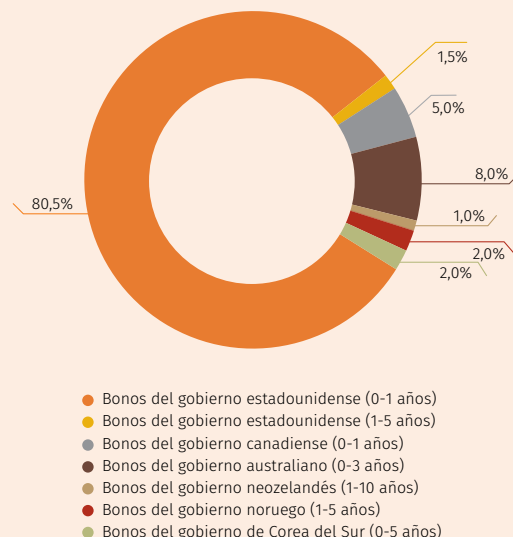
Las firmas privadas que participan en el programa son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas permanentemente. De acuerdo con los resultados obtenidos por cada administrador desde su contratación, se modifica el monto administrado y/o se revisa su continuidad en el programa. En la actualidad, las firmas privadas que participan

10 La duración efectiva es una medida de riesgo que se define como la disminución (aumento) porcentual en el valor del portafolio frente a un aumento (disminución) del 1% en todas las tasas de interés.

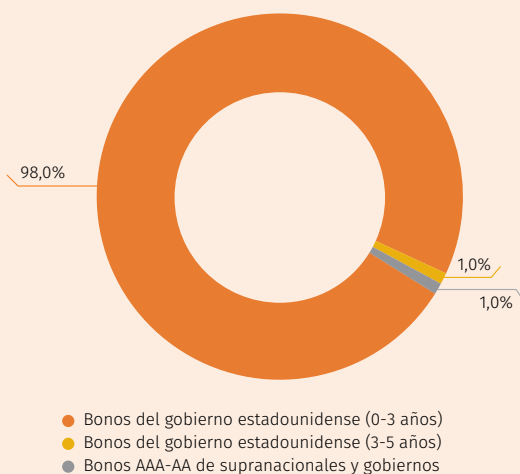
11 Para los diferentes sectores que componen el índice de referencia se utilizan los índices publicados por ICE data Indices.

Gráfico A1.1
Composición del índice de referencia
(información al 30 de junio de 2021)

1. Tramo de corto plazo



2. Tramo de mediano plazo

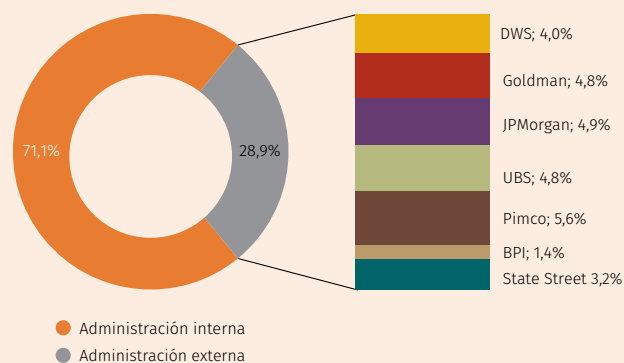


Fuente: Banco de la República.

en el programa de administración externa son: DWS International GmbH, Goldman Sachs Asset Management, L.P., J.P. Morgan Asset Management (UK) Limited, Pacific Investment Management Company LLC, State Street Global Advisors Trust Company y UBS Asset Management (Americas) Inc, (Gráfico A1.2). Los recursos que manejan estas entidades se encuentran en las cuentas de custodia del Banco de la República y los contratos de los administradores se pueden cancelar cuando se considere necesario. Las inversiones en los fondos administrados por el Banco de Pagos Internacionales (BPI)

también se consideran parte del programa de administración externa. A estos fondos solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales, y tienen como propósito hacer inversiones en activos apropiados para las reservas internacionales mundiales, en un esfuerzo cooperativo entre diferentes países¹².

Gráfico A1.2
Administración del portafolio de inversión
(información al 30 de junio de 2021)



Nota: valores aproximados debido al redondeo.
Fuente: Banco de la República.

12 En la actualidad se invierte en un fondo de títulos indexados a la inflación emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos (USD 128,9 m), un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 293,4 m), un fondo de títulos emitidos por el gobierno de Corea (USD 110,7 m) y un fondo de títulos emitidos por corporaciones no financieras (USD 279,7 m).